ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

А. Е. МОЛОТНИКОВ

СТАРТАП

SHOUT
SHARE
IT

Annotation

В книге в понятной и доступной форме описаны основные тенденции развития отечественного законодательства о рынке ценных бумаг, регулирующего правовой статус различных участников рынка, их права и обязанности, специфика государственного регулирования, исторические аспекты правового регулирования рынка и многие другие вопросы.

Учебное пособие предназначено для практикующих юристов, преподавателей, студентов, магистрантов и аспирантов юридических факультетов высших учебных заведений и всех интересующихся проблематикой рынка ценных бумаг.

- А.Е. Молотников
  -
  - Вступительное слово
  - Список сокращений нормативных актов[1]
  - Список сокращений и аббревиатур
  - Предисловие
  - Глава 1
    -
    - Глоссарий
    - 1.1. Понятие рынка ценных бумаг
    - 1.2. Функции и виды рынка ценных бумаг
    - 1.3. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг
    - Краткие выводы
    - Контрольные вопросы
    - Основная литература
    - Дополнительная литература
  - Глава 2
    -
    - 2.1. Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования
    - 2.2. Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках
    - 2.3. Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX – начале XX века
    - Краткие выводы
    - Контрольные вопросы
    - Основная литература
    - Дополнительная литература
  - Глава 3

-
- 3.1. Дореволюционный период правового регулирования рынка ценных бумаг
- 3.2. Особенности законодательства о рынке ценных бумаг в советский период
- 3.3. Законодательство о рынке ценных бумаг в годы перестройки и в новой России
- Краткие выводы
- Контрольные вопросы
- Основная литература
- Дополнительная литература

○ Глава 4

-
- 4.1. Особенности нормативного регулирования рынка ценных бумаг в РФ
- 4.2. Современные тенденции развития российского законодательства о рынке ценных бумаг
- Краткие выводы
- Контрольные вопросы
- Основная литература
- Дополнительная литература

○ Глава 5

-
- Глоссарий
- 5.1. Понятие и основания классификации ценных бумаг
- 5.2. Корпоративные ценные бумаги
- 5.3. Ипотечные ценные бумаги. Секьюритизация
- 5.4. Государственные и муниципальные ценные бумаги
- 5.5. Производные финансовые инструменты
- Краткие выводы
- Контрольные вопросы
- Основная литература
- Дополнительная литература

○ Глава 6

-
- Глоссарий
- 6.1. Понятие и правовой статус эмитента
- 6.2. Классификация эмитентов
- 6.3. Правовой статус публичных обществ
- Краткие выводы
- Контрольные вопросы

- Основная литература
- Дополнительная литература

- Глава 7
  -
  - Глоссарий
  - 7.1. Понятие эмиссии
  - 7.2. Процедура эмиссии
  - 7.3. Особенности эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг
  - Краткие выводы
  - Контрольные вопросы
  - Основная литература
- Глава 8
  -
  - Глоссарий
  - 8.1. Понятие инвестора и инвестиционной деятельности
  - 8.2. Классификации инвесторов на рынке ценных бумаг. Их правовой статус
  - Краткие выводы
  - Контрольные вопросы
  - Основная литература
  - Дополнительная литература
- Глава 9
  -
  - Глоссарий
  - 9.1. Общие положения о профессиональной деятельности на рынке денных бумаг
  - 9.2. Виды профессиональных участников рынка ценных бумаг[875]
  - 9.3. Деятельность по организации торговли на финансовом рынке. Клиринговая деятельность
  - 9.4. Клиринговая деятельность
  - Краткие выводы
  - Контрольные вопросы
  - Основная литература
  - Дополнительная литература
- Глава 10
  -
  - Глоссарий
  - 10.1. Понятие и функции государственного регулирования на рынке ценных бумаг
  - 10.2. Органы, осуществляющие государственное

регулирование рынка ценных бумаг в России
- 10.3. Современные тенденции государственного регулирования рынка ценных бумаг в России
- Краткие выводы
- Контрольные вопросы
- Основная литература
- Дополнительная литература

- Глава 11
  -
  - Глоссарий
  - 11.1. Раскрытие информации на рынке ценных бумаг
  - 11.2. Противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком ценных бумаг
  - Краткие выводы
  - Основная литература
- Глава 12
  -
  - 12.1. Значение ответственности для развития рынка ценных бумаг
  - 12.2. Виды ответственности на рынке ценных бумаг
  - Краткие выводы
  - Контрольные вопросы
  - Основная литература
  - Дополнительная литература

- notes
  - 1
  - 2
  - 3
  - 4
  - 5
  - 6
  - 7
  - 8
  - 9
  - 10
  - 11
  - 12
  - 13
  - 14
  - 15
  - 16

- ○ 17
- ○ 18
- ○ 19
- ○ 20
- ○ 21
- ○ 22
- ○ 23
- ○ 24
- ○ 25
- ○ 26
- ○ 27
- ○ 28
- ○ 29
- ○ 30
- ○ 31
- ○ 32
- ○ 33
- ○ 34
- ○ 35
- ○ 36
- ○ 37
- ○ 38
- ○ 39
- ○ 40
- ○ 41
- ○ 42
- ○ 43
- ○ 44
- ○ 45
- ○ 46
- ○ 47
- ○ 48
- ○ 49
- ○ 50
- ○ 51
- ○ 52
- ○ 53
- ○ 54
- ○ 55
- ○ 56
- ○ 57
- ○ 58
- ○ 59
- ○ 60

- ○ 61
- ○ 62
- ○ 63
- ○ 64
- ○ 65
- ○ 66
- ○ 67
- ○ 68
- ○ 69
- ○ 70
- ○ 71
- ○ 72
- ○ 73
- ○ 74
- ○ 75
- ○ 76
- ○ 77
- ○ 78
- ○ 79
- ○ 80
- ○ 81
- ○ 82
- ○ 83
- ○ 84
- ○ 85
- ○ 86
- ○ 87
- ○ 88
- ○ 89
- ○ 90
- ○ 91
- ○ 92
- ○ 93
- ○ 94
- ○ 95
- ○ 96
- ○ 97
- ○ 98
- ○ 99
- ○ 100
- ○ 101
- ○ 102
- ○ 103
- ○ 104

- ○ 105
- ○ 106
- ○ 107
- ○ 108
- ○ 109
- ○ 110
- ○ 111
- ○ 112
- ○ 113
- ○ 114
- ○ 115
- ○ 116
- ○ 117
- ○ 118
- ○ 119
- ○ 120
- ○ 121
- ○ 122
- ○ 123
- ○ 124
- ○ 125
- ○ 126
- ○ 127
- ○ 128
- ○ 129
- ○ 130
- ○ 131
- ○ 132
- ○ 133
- ○ 134
- ○ 135
- ○ 136
- ○ 137
- ○ 138
- ○ 139
- ○ 140
- ○ 141
- ○ 142
- ○ 143
- ○ 144
- ○ 145
- ○ 146
- ○ 147
- ○ 148

- ○ 149
- ○ 150
- ○ 151
- ○ 152
- ○ 153
- ○ 154
- ○ 155
- ○ 156
- ○ 157
- ○ 158
- ○ 159
- ○ 160
- ○ 161
- ○ 162
- ○ 163
- ○ 164
- ○ 165
- ○ 166
- ○ 167
- ○ 168
- ○ 169
- ○ 170
- ○ 171
- ○ 172
- ○ 173
- ○ 174
- ○ 175
- ○ 176
- ○ 177
- ○ 178
- ○ 179
- ○ 180
- ○ 181
- ○ 182
- ○ 183
- ○ 184
- ○ 185
- ○ 186
- ○ 187
- ○ 188
- ○ 189
- ○ 190
- ○ 191
- ○ 192

- ○ 193
- ○ 194
- ○ 195
- ○ 196
- ○ 197
- ○ 198
- ○ 199
- ○ 200
- ○ 201
- ○ 202
- ○ 203
- ○ 204
- ○ 205
- ○ 206
- ○ 207
- ○ 208
- ○ 209
- ○ 210
- ○ 211
- ○ 212
- ○ 213
- ○ 214
- ○ 215
- ○ 216
- ○ 217
- ○ 218
- ○ 219
- ○ 220
- ○ 221
- ○ 222
- ○ 223
- ○ 224
- ○ 225
- ○ 226
- ○ 227
- ○ 228
- ○ 229
- ○ 230
- ○ 231
- ○ 232
- ○ 233
- ○ 234
- ○ 235
- ○ 236

- ○ 237
- ○ 238
- ○ 239
- ○ 240
- ○ 241
- ○ 242
- ○ 243
- ○ 244
- ○ 245
- ○ 246
- ○ 247
- ○ 248
- ○ 249
- ○ 250
- ○ 251
- ○ 252
- ○ 253
- ○ 254
- ○ 255
- ○ 256
- ○ 257
- ○ 258
- ○ 259
- ○ 260
- ○ 261
- ○ 262
- ○ 263
- ○ 264
- ○ 265
- ○ 266
- ○ 267
- ○ 268
- ○ 269
- ○ 270
- ○ 271
- ○ 272
- ○ 273
- ○ 274
- ○ 275
- ○ 276
- ○ 277
- ○ 278
- ○ 279
- ○ 280

- ○ 281
- ○ 282
- ○ 283
- ○ 284
- ○ 285
- ○ 286
- ○ 287
- ○ 288
- ○ 289
- ○ 290
- ○ 291
- ○ 292
- ○ 293
- ○ 294
- ○ 295
- ○ 296
- ○ 297
- ○ 298
- ○ 299
- ○ 300
- ○ 301
- ○ 302
- ○ 303
- ○ 304
- ○ 305
- ○ 306
- ○ 307
- ○ 308
- ○ 309
- ○ 310
- ○ 311
- ○ 312
- ○ 313
- ○ 314
- ○ 315
- ○ 316
- ○ 317
- ○ 318
- ○ 319
- ○ 320
- ○ 321
- ○ 322
- ○ 323
- ○ 324

- ○ 325
- ○ 326
- ○ 327
- ○ 328
- ○ 329
- ○ 330
- ○ 331
- ○ 332
- ○ 333
- ○ 334
- ○ 335
- ○ 336
- ○ 337
- ○ 338
- ○ 339
- ○ 340
- ○ 341
- ○ 342
- ○ 343
- ○ 344
- ○ 345
- ○ 346
- ○ 347
- ○ 348
- ○ 349
- ○ 350
- ○ 351
- ○ 352
- ○ 353
- ○ 354
- ○ 355
- ○ 356
- ○ 357
- ○ 358
- ○ 359
- ○ 360
- ○ 361
- ○ 362
- ○ 363
- ○ 364
- ○ 365
- ○ 366
- ○ 367
- ○ 368

- ○ 369
- ○ 370
- ○ 371
- ○ 372
- ○ 373
- ○ 374
- ○ 375
- ○ 376
- ○ 377
- ○ 378
- ○ 379
- ○ 380
- ○ 381
- ○ 382
- ○ 383
- ○ 384
- ○ 385
- ○ 386
- ○ 387
- ○ 388
- ○ 389
- ○ 390
- ○ 391
- ○ 392
- ○ 393
- ○ 394
- ○ 395
- ○ 396
- ○ 397
- ○ 398
- ○ 399
- ○ 400
- ○ 401
- ○ 402
- ○ 403
- ○ 404
- ○ 405
- ○ 406
- ○ 407
- ○ 408
- ○ 409
- ○ 410
- ○ 411
- ○ 412

- ○ 413
- ○ 414
- ○ 415
- ○ 416
- ○ 417
- ○ 418
- ○ 419
- ○ 420
- ○ 421
- ○ 422
- ○ 423
- ○ 424
- ○ 425
- ○ 426
- ○ 427
- ○ 428
- ○ 429
- ○ 430
- ○ 431
- ○ 432
- ○ 433
- ○ 434
- ○ 435
- ○ 436
- ○ 437
- ○ 438
- ○ 439
- ○ 440
- ○ 441
- ○ 442
- ○ 443
- ○ 444
- ○ 445
- ○ 446
- ○ 447
- ○ 448
- ○ 449
- ○ 450
- ○ 451
- ○ 452
- ○ 453
- ○ 454
- ○ 455
- ○ 456

- ○ 457
- ○ 458
- ○ 459
- ○ 460
- ○ 461
- ○ 462
- ○ 463
- ○ 464
- ○ 465
- ○ 466
- ○ 467
- ○ 468
- ○ 469
- ○ 470
- ○ 471
- ○ 472
- ○ 473
- ○ 474
- ○ 475
- ○ 476
- ○ 477
- ○ 478
- ○ 479
- ○ 480
- ○ 481
- ○ 482
- ○ 483
- ○ 484
- ○ 485
- ○ 486
- ○ 487
- ○ 488
- ○ 489
- ○ 490
- ○ 491
- ○ 492
- ○ 493
- ○ 494
- ○ 495
- ○ 496
- ○ 497
- ○ 498
- ○ 499
- ○ 500

- ○ 501
- ○ 502
- ○ 503
- ○ 504
- ○ 505
- ○ 506
- ○ 507
- ○ 508
- ○ 509
- ○ 510
- ○ 511
- ○ 512
- ○ 513
- ○ 514
- ○ 515
- ○ 516
- ○ 517
- ○ 518
- ○ 519
- ○ 520
- ○ 521
- ○ 522
- ○ 523
- ○ 524
- ○ 525
- ○ 526
- ○ 527
- ○ 528
- ○ 529
- ○ 530
- ○ 531
- ○ 532
- ○ 533
- ○ 534
- ○ 535
- ○ 536
- ○ 537
- ○ 538
- ○ 539
- ○ 540
- ○ 541
- ○ 542
- ○ 543
- ○ 544

- ○ 545
- ○ 546
- ○ 547
- ○ 548
- ○ 549
- ○ 550
- ○ 551
- ○ 552
- ○ 553
- ○ 554
- ○ 555
- ○ 556
- ○ 557
- ○ 558
- ○ 559
- ○ 560
- ○ 561
- ○ 562
- ○ 563
- ○ 564
- ○ 565
- ○ 566
- ○ 567
- ○ 568
- ○ 569
- ○ 570
- ○ 571
- ○ 572
- ○ 573
- ○ 574
- ○ 575
- ○ 576
- ○ 577
- ○ 578
- ○ 579
- ○ 580
- ○ 581
- ○ 582
- ○ 583
- ○ 584
- ○ 585
- ○ 586
- ○ 587
- ○ 588

- ○ 589
- ○ 590
- ○ 591
- ○ 592
- ○ 593
- ○ 594
- ○ 595
- ○ 596
- ○ 597
- ○ 598
- ○ 599
- ○ 600
- ○ 601
- ○ 602
- ○ 603
- ○ 604
- ○ 605
- ○ 606
- ○ 607
- ○ 608
- ○ 609
- ○ 610
- ○ 611
- ○ 612
- ○ 613
- ○ 614
- ○ 615
- ○ 616
- ○ 617
- ○ 618
- ○ 619
- ○ 620
- ○ 621
- ○ 622
- ○ 623
- ○ 624
- ○ 625
- ○ 626
- ○ 627
- ○ 628
- ○ 629
- ○ 630
- ○ 631
- ○ 632

- ○ 633
- ○ 634
- ○ 635
- ○ 636
- ○ 637
- ○ 638
- ○ 639
- ○ 640
- ○ 641
- ○ 642
- ○ 643
- ○ 644
- ○ 645
- ○ 646
- ○ 647
- ○ 648
- ○ 649
- ○ 650
- ○ 651
- ○ 652
- ○ 653
- ○ 654
- ○ 655
- ○ 656
- ○ 657
- ○ 658
- ○ 659
- ○ 660
- ○ 661
- ○ 662
- ○ 663
- ○ 664
- ○ 665
- ○ 666
- ○ 667
- ○ 668
- ○ 669
- ○ 670
- ○ 671
- ○ 672
- ○ 673
- ○ 674
- ○ 675
- ○ 676

- ○ 677
- ○ 678
- ○ 679
- ○ 680
- ○ 681
- ○ 682
- ○ 683
- ○ 684
- ○ 685
- ○ 686
- ○ 687
- ○ 688
- ○ 689
- ○ 690
- ○ 691
- ○ 692
- ○ 693
- ○ 694
- ○ 695
- ○ 696
- ○ 697
- ○ 698
- ○ 699
- ○ 700
- ○ 701
- ○ 702
- ○ 703
- ○ 704
- ○ 705
- ○ 706
- ○ 707
- ○ 708
- ○ 709
- ○ 710
- ○ 711
- ○ 712
- ○ 713
- ○ 714
- ○ 715
- ○ 716
- ○ 717
- ○ 718
- ○ 719
- ○ 720

- ○ 721
- ○ 722
- ○ 723
- ○ 724
- ○ 725
- ○ 726
- ○ 727
- ○ 728
- ○ 729
- ○ 730
- ○ 731
- ○ 732
- ○ 733
- ○ 734
- ○ 735
- ○ 736
- ○ 737
- ○ 738
- ○ 739
- ○ 740
- ○ 741
- ○ 742
- ○ 743
- ○ 744
- ○ 745
- ○ 746
- ○ 747
- ○ 748
- ○ 749
- ○ 750
- ○ 751
- ○ 752
- ○ 753
- ○ 754
- ○ 755
- ○ 756
- ○ 757
- ○ 758
- ○ 759
- ○ 760
- ○ 761
- ○ 762
- ○ 763
- ○ 764

- ○ 765
- ○ 766
- ○ 767
- ○ 768
- ○ 769
- ○ 770
- ○ 771
- ○ 772
- ○ 773
- ○ 774
- ○ 775
- ○ 776
- ○ 777
- ○ 778
- ○ 779
- ○ 780
- ○ 781
- ○ 782
- ○ 783
- ○ 784
- ○ 785
- ○ 786
- ○ 787
- ○ 788
- ○ 789
- ○ 790
- ○ 791
- ○ 792
- ○ 793
- ○ 794
- ○ 795
- ○ 796
- ○ 797
- ○ 798
- ○ 799
- ○ 800
- ○ 801
- ○ 802
- ○ 803
- ○ 804
- ○ 805
- ○ 806
- ○ 807
- ○ 808

- ○ 809
- ○ 810
- ○ 811
- ○ 812
- ○ 813
- ○ 814
- ○ 815
- ○ 816
- ○ 817
- ○ 818
- ○ 819
- ○ 820
- ○ 821
- ○ 822
- ○ 823
- ○ 824
- ○ 825
- ○ 826
- ○ 827
- ○ 828
- ○ 829
- ○ 830
- ○ 831
- ○ 832
- ○ 833
- ○ 834
- ○ 835
- ○ 836
- ○ 837
- ○ 838
- ○ 839
- ○ 840
- ○ 841
- ○ 842
- ○ 843
- ○ 844
- ○ 845
- ○ 846
- ○ 847
- ○ 848
- ○ 849
- ○ 850
- ○ 851
- ○ 852

- ○ 853
- ○ 854
- ○ 855
- ○ 856
- ○ 857
- ○ 858
- ○ 859
- ○ 860
- ○ 861
- ○ 862
- ○ 863
- ○ 864
- ○ 865
- ○ 866
- ○ 867
- ○ 868
- ○ 869
- ○ 870
- ○ 871
- ○ 872
- ○ 873
- ○ 874
- ○ 875
- ○ 876
- ○ 877
- ○ 878
- ○ 879
- ○ 880
- ○ 881
- ○ 882
- ○ 883
- ○ 884
- ○ 885
- ○ 886
- ○ 887
- ○ 888
- ○ 889
- ○ 890
- ○ 891
- ○ 892
- ○ 893
- ○ 894
- ○ 895
- ○ 896

- ○ 897
- ○ 898
- ○ 899
- ○ 900
- ○ 901
- ○ 902
- ○ 903
- ○ 904
- ○ 905
- ○ 906
- ○ 907
- ○ 908
- ○ 909
- ○ 910
- ○ 911
- ○ 912
- ○ 913
- ○ 914
- ○ 915
- ○ 916
- ○ 917
- ○ 918
- ○ 919
- ○ 920
- ○ 921
- ○ 922
- ○ 923
- ○ 924
- ○ 925
- ○ 926
- ○ 927
- ○ 928
- ○ 929
- ○ 930
- ○ 931
- ○ 932
- ○ 933
- ○ 934
- ○ 935
- ○ 936
- ○ 937
- ○ 938
- ○ 939
- ○ 940

- ○ 941
- ○ 942
- ○ 943
- ○ 944
- ○ 945
- ○ 946
- ○ 947
- ○ 948
- ○ 949
- ○ 950
- ○ 951
- ○ 952
- ○ 953
- ○ 954
- ○ 955
- ○ 956
- ○ 957
- ○ 958
- ○ 959
- ○ 960
- ○ 961
- ○ 962
- ○ 963
- ○ 964
- ○ 965
- ○ 966
- ○ 967
- ○ 968
- ○ 969
- ○ 970
- ○ 971
- ○ 972
- ○ 973
- ○ 974
- ○ 975
- ○ 976
- ○ 977
- ○ 978
- ○ 979
- ○ 980
- ○ 981
- ○ 982
- ○ 983
- ○ 984

- ○ 985
- ○ 986
- ○ 987
- ○ 988
- ○ 989
- ○ 990
- ○ 991
- ○ 992
- ○ 993
- ○ 994
- ○ 995
- ○ 996
- ○ 997
- ○ 998
- ○ 999
- ○ 1000
- ○ 1001
- ○ 1002
- ○ 1003
- ○ 1004
- ○ 1005
- ○ 1006
- ○ 1007
- ○ 1008
- ○ 1009
- ○ 1010
- ○ 1011
- ○ 1012
- ○ 1013
- ○ 1014
- ○ 1015
- ○ 1016
- ○ 1017
- ○ 1018
- ○ 1019
- ○ 1020
- ○ 1021
- ○ 1022
- ○ 1023
- ○ 1024
- ○ 1025
- ○ 1026
- ○ 1027
- ○ 1028

- ○ 1029
- ○ 1030
- ○ 1031
- ○ 1032
- ○ 1033
- ○ 1034
- ○ 1035
- ○ 1036
- ○ 1037
- ○ 1038
- ○ 1039
- ○ 1040
- ○ 1041
- ○ 1042
- ○ 1043
- ○ 1044
- ○ 1045
- ○ 1046
- ○ 1047
- ○ 1048
- ○ 1049
- ○ 1050
- ○ 1051
- ○ 1052
- ○ 1053
- ○ 1054
- ○ 1055
- ○ 1056
- ○ 1057
- ○ 1058
- ○ 1059
- ○ 1060
- ○ 1061
- ○ 1062
- ○ 1063
- ○ 1064
- ○ 1065
- ○ 1066
- ○ 1067
- ○ 1068
- ○ 1069
- ○ 1070
- ○ 1071
- ○ 1072

- ○ 1073
- ○ 1074
- ○ 1075
- ○ 1076
- ○ 1077
- ○ 1078
- ○ 1079
- ○ 1080
- ○ 1081
- ○ 1082
- ○ 1083
- ○ 1084
- ○ 1085
- ○ 1086
- ○ 1087
- ○ 1088
- ○ 1089
- ○ 1090
- ○ 1091
- ○ 1092
- ○ 1093
- ○ 1094
- ○ 1095
- ○ 1096
- ○ 1097
- ○ 1098
- ○ 1099
- ○ 1100
- ○ 1101
- ○ 1102
- ○ 1103
- ○ 1104
- ○ 1105
- ○ 1106
- ○ 1107
- ○ 1108
- ○ 1109
- ○ 1110
- ○ 1111
- ○ 1112
- ○ 1113
- ○ 1114
- ○ 1115
- ○ 1116

- ○ 1117
- ○ 1118
- ○ 1119
- ○ 1120
- ○ 1121
- ○ 1122
- ○ 1123
- ○ 1124
- ○ 1125
- ○ 1126
- ○ 1127
- ○ 1128
- ○ 1129
- ○ 1130
- ○ 1131
- ○ 1132
- ○ 1133
- ○ 1134
- ○ 1135
- ○ 1136
- ○ 1137
- ○ 1138
- ○ 1139
- ○ 1140
- ○ 1141
- ○ 1142
- ○ 1143
- ○ 1144
- ○ 1145
- ○ 1146
- ○ 1147
- ○ 1148
- ○ 1149
- ○ 1150
- ○ 1151
- ○ 1152
- ○ 1153
- ○ 1154
- ○ 1155
- ○ 1156

А.Е. Молотников
Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебное пособие

Кафедра предпринимательского права юридического факультета Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова

Рекомендовано Учебно-методическим объединением по юридическому образованию высших учебных заведений в качестве учебного пособия для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению «Юриспруденция» и специальности «Юриспруденция»

Рецензенты:

Заведующий кафедрой гражданского права Российской академии правосудия, доктор юридических наук, профессор В. К. Андреев;

Первый заместитель директора Института государства и права РАН, доктор юридических наук, профессор Н. И. Михайлов.

Вступительное слово

Уважаемые коллеги, позвольте представить вашему вниманию очень интересную и нужную книгу: учебное пособие «Правовое регулирование рынка ценных бумаг». В этой работе обобщен более чем пятилетний опыт преподавания одноименного специального курса, который читается на кафедре предпринимательского права юридического факультета Московского университета. Очень важно осознавать заботу автора о тех, кому в первую очередь предназначена эта книга – о студентах и слушателях магистратуры, о всех тех, кто самостоятельно изучает специфику правового регулирования рынка ценных бумаг. С первых же страниц мы видим стремление автора писать просто о сложных явлениях, донести до читателей суть рассматриваемых правовых проблем. Разумеется, эта особенность поможет и преподавателям, которые будут использовать рецензируемую книгу в рамках учебного процесса.

Несомненным достоинством книги является также большое количество схем и таблиц, наглядно иллюстрирующих ее наиболее важные положения. Не останется без внимания и структура учебного пособия, позволяющая разобраться в различных хитросплетениях отечественного и зарубежного законодательства.

Пристальное внимание в работе уделяется истории возникновения и развития законодательства о рынке ценных бумаг. Анализируются особенности государственного регулирования рынка ценных бумаг в наиболее развитых странах в различные исторические отрезки времени, проводятся исторические аналогии с современными подходами к регулированию отдельных сфер финансового рынка.

Автор книги старается изложить основные положения современного законодательства о рынке ценных бумаг, обращает внимание на резкое увеличение числа нормативных актов, регламентирующих функционирование фондового рынка. Однако при этом он объясняет экономические причины, которые привели законодателя к мысли о необходимости разработки и принятия соответствующих нормативных актов. Демонстрируются их особенности и место в системе правового регулирования рынка ценных бумаг.

Учебное пособие А. Е. Молотникова «Правовое регулирование рынка ценных бумаг» является важным шагом в деле изучения, и преподавания этой непростой, но в то же время интересной и захватывающей дисциплины. Остается пожелать удачи и

читателям книги, в успешном изучении ее содержания, а самому автору – продолжения правовых исследований как в отношении рынка ценных бумаг, так и иных сфер предпринимательской деятельности

Заведующий кафедрой предпринимательского права МГУ имени М. В. Ломоносова, д.ю.н., профессор Е.П. Губин

Список сокращений нормативных актов [1]

Гражданский кодекс (ГК) – Гражданский кодекс Российской Федерации: часть первая от 30 ноября 1994 года № 51-ФЗ, часть вторая от 26 января 1996 года № 14-ФЗ, часть третья от 26 ноября 2001 года № 146-ФЗ.

Бюджетный кодекс – Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 года № 145-ФЗ.

Генеральные условия ОФЗ – Постановление Правительства РФ от 15 мая 1995 года № 458 «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов».

Закон о банках – Федеральный закон от 2 декабря 1990 года № 395-1 «О банках и банковской деятельности».

Закон о Банке России – Федеральный закон от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

Закон о государственной компании «Автодор» – Федеральный закон от 17 июля 2009 года № 145-ФЗ «О государственной компании „Российские автомобильные дороги“ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Закон о государственных ценных бумагах – Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».

Закон о защите прав инвесторов – Федеральный закон от 5 марта 1999 года № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

Закон о защите прав потребителей – Закон РФ от 7 февраля 1992 года № 2300-1 «О защите прав потребителей».

Закон о клиринге – Федеральный закон от 7 февраля 2011 года № 7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности».

Закон о приватизации – Федеральный закон от 21 декабря 2001 года № 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества».

Закон о рынке ценных бумаг (Закон РЦБ) – Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ.

Закон об акционерных обществах (Закон об АО) – Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

Закон об инвестиционной деятельности – Федеральный закон от 25 февраля 1999 года № 39-ФЗ «Об инвестиционной

деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Закон об инвестиционных фондах (Закон об ИФ) – Федеральный закон от 29 ноября 2001 года № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Закон об иностранных инвестициях – Федеральный закон от 9 июля 1999 года № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».

Закон об инсайде – Федеральный закон от 27 июля 2010 года № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Закон об ипотечных ценных бумагах (Закон об ИЦБ) – Федеральный закон от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

Закон об обществах с ограниченной ответственностью (Закон об ООО) – Федеральный закон от 8 февраля 1998 года № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

Закон об организованных торгах – Федеральный закон от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ «Об организованных торгах».

Закон об унитарных предприятиях, либо Закон о государственных предприятиях (Закон о ГУП) – Федеральный закон от 14 ноября 2002 года № 161-ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях».

Кодекс об административных правонарушениях (КоАП) – Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 года № 195-ФЗ.

Концепция развития рынка ценных бумаг – Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденная Указом Президента РФ от 1 июля 1996 года № 1008.

Концепции создания МФЦ – Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации, одобренные на заседании Правительства Российской Федерации 5 февраля 2009 года.

Налоговый кодекс (НК) – Налоговый кодекс Российской Федерации: часть первая от 31 июля 1998 года № 146-ФЗ, часть вторая от 5 августа 2000 года № 117-ФЗ.

Положение о биржевых маклерах – Положение о биржевых маклерах, гоф-маклерах, аукционистах, нотариусах, корабельных маклерах, диспашерах и о Биржевом комитете для надзора за благочинием биржевых собраний при Санкт-Петербургском Порте от 12 января 1831 года.

Положение о депозитарной деятельности – Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации, установлении порядка введения его в действие и области применения, утвержденное Постановлением ФКЦВ РФ от 16 октября 1997 года № 36.

Положение о компаниях на акциях (Положение о компаниях) – Положение «О компаниях на акциях» от 6 декабря 1836 года.

Положение о раскрытии информации – Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 4 октября 2011 года № 11–46/пз-н.

Стандарты эмиссии – Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 25 января 2007 года № 07-4/пз-н.

Стратегия развития финансового рынка до 2020 года – Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная Распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 года № 2043-р.

Трудовой кодекс (ТК) – Трудовой кодекс Российской Федерации от 30 декабря 2001 года № 197-ФЗ

Уголовный кодекс (УК) – Уголовный кодекс Российской Федерации от 13 июня 1996 года № 63-ФЗ.

Список сокращений и аббревиатур

AMPs – Общепринятые обычаи рынка (Accepted Market Practices').

BRICS – Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южная Африка (Brazil, Russia, India, China, South Africa).

CFPB – Бюро по защите потребителей на финансовых рынках (Consumer Financial Protection Bureau).

DPO – прямые публичные размещения самостоятельно эмитентом напрямую первичным инвесторам, минуя организованный рынок (Direct Public Offering).

DTC – Депозитарная трастовая компания (The Depository Trust Company).

EBA – Европейский банковский регулятор (European Banking Authority).

EIC – Английская Ост-Индская компания (East India Company).

EIOPA – Европейская организация страхования и пенсионного обеспечения (European Insurance and Occupational Pensions Authority).

ESMA – Европейская организация по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority).

FSA – Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании (The Financial Sendees Authority).

FCA – Агентство по финансовой деятельности Великобритании (Financial Conduct Authority).

FTCEI – Биржевой индекс Файненшл Таймс (Financial Times Stock Exchange Index)

GFCI – Глобальный индекс финансовых центров (Global Financial Centre's Index).

GWC (GWIC) – Голландская Вест-Индская компания (Geoctroyeerde Westindische Compagnie).

IOSCO – Международная организация комиссий по ценным бумагам (The International Organization of Securities Commissions).

IPO – первичное публичное предложение ценных бумаг (прежде всего акций) частной компании (Initial Public Offering).

LSE – Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange).

MAS – Денежно-кредитное управление Сингапура (The Monetary Authority of Singapore).

NYSE – Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange).

PPO – первичное публичное предложение акций (Primary Public Offering).

PRA – Ведомство по пруденциальному регулированию

(Prudential Regulation Authority).

SEC – Комиссия по ценным бумагам и биржам США (U. S. Securities and Exchange Commission).

SFC – Комиссия по ценным бумагам и деривативам Гонконга (Securities and Futures Commission of Hong Kong).

SFO – Закон о ценных бумагах и фьючерсах (Securities and Futures Ordinance).

SPO – вторичное публичное предложение акций (Secondary Public Offering).

SPV – специально созданное юридическое лицо (Special Purpose Vehicle).

S&P – Standard & Poor's.

VOC – Голландская Ост-Индская компания (Vereenigde Oost-Indische Compagnie).

АИФ – акционерный инвестиционный фонд.

Банк России – Центральный банк Российской Федерации.

Внешэкономбанк – государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)».

ГКО – Государственные краткосрочные бес купонные облигации.

ГСО-ППС – государственные сберегательные облигации с постоянной процентной ставкой купонного дохода.

ГСО-ФПС – государственные сберегательные облигации с фиксированной процентной ставкой купонного дохода.

ГУП – государственное унитарное предприятие субъекта РФ.

ЕИО – единоличный исполнительный орган.

ИСУ – ипотечные сертификаты участия.

ИЦВ – Ипотечные ценные бумаги.

Минтруд – Министерство труда и социальной защиты Российской Федерации.

Минфин – Министерство финансов Российской Федерации.

Минэкономразвития – Министерство экономического развития и торговли Российской Федерации.

ММВБ (ЗАО ММВБ) – ЗАО Московская межбанковская валютная биржа.

МФЦ – Международный финансовый центр.

НАУФОР – Национальная ассоциация участников фондового рынка.

НПФ – негосударственный пенсионный фонд.

ОГВЗ 1991 г. – облигации государственного валютного облигационного займа 1991 г.

ОВОЗ – облигации внутренних облигационных займов.

ОГНЗ – облигации государственных нерыночных займов.

ОФБУ – общие фонды банковского управления.

ОФЗ-ПД – облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом.

ОФЗ-ПК – облигации федеральных займов с переменным купонным доходом.

ОФЗ-ФК – облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом.

ОФЗ-АД – облигации федерального займа с амортизацией долга.

ОАО Московская Биржа (Московская Биржа) – Открытое акционерное общество «Московская Биржа ММВБ-РТС».

ОЭСР (OECD) – Организация экономического сотрудничества и развития (Organization for Economic Co-operation and Development).

ПАРТАД – Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев.

ПИФ – паевой инвестиционный фонд.

Профессиональный участник – профессиональный участник рынка ценных бумаг.

ПФИ – производные финансовые инструменты.

РДР – Российская депозитарная расписка.

РЦВ – Рынок ценных бумаг.

РТС (ОАО «РТС») – ОАО «Фондовая биржа РТС».

СОИ – социально ответственные инвестиции.

СРО – саморегулируемые организации.

ТИ – технический индекс.

Унитарные предприятия[2] – федеральное государственное предприятие и государственное предприятие субъекта РФ, а также федеральное казенное предприятие, казенное предприятие субъекта РФ.

ФАС – Федеральная антимонопольная служба РФ.

ФАТФ – Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (Financial Action Task Force (FATF)).

ФГУП – федеральное государственное унитарное предприятие.

ФКЦВ – Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг.

ФНС – Федеральная налоговая служба.

ФСФР – Федеральная служба по финансовым рынкам.

Нормативные акты использованы в настоящей работе по состоянию на 01.02.2013 г. При этом учтены изменения, внесенные Федеральным законом от 29 декабря 2012 года № 282-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу

отдельных положений законодательных актов Российской Федерации». В особо оговоренных случаях использованы положения нормативных актов пока еще не вступившие в силу.

Предисловие

В последнее время мировая финансовая система переживает не самые лучшие времена. То, что казалось прочным и незыблемым, например, тот же рынок ипотечных ценных бумаг, на наших глазах превращается в бессмысленное нагромождение секьюритизированных активов, оставляющих своим владельцам лишь призрачные надежды на государственную поддержку.

Происходят серьезные изменения во всех сферах финансового рынка. Меняется поведение участников рынка, претерпевают трансформацию основные подходы к его государственному регулированию, принимаются все новые законы. Очевидно, что мы находимся на пороге появления новой модели мировой финансовой архитектуры, которая отразит в себе изменения последних десятилетий: и развитие компьютерных и коммуникационных технологий, и глобализацию, и кризис доверия. Остается лишь предполагать, какое воплощение примет новый финансовый порядок и какая роль будет отведена рынку ценных бумаг и производных финансовых инструментов.

Однако что бы ни случилось, можно быть абсолютно уверенным в том, что в процессе происходящих изменений ключевая роль будет отводиться именно праву. Уже сейчас мы ощущаем необходимость глубокой ревизии основополагающих положений, регламентирующих поведение участников финансового рынка как в рамках отдельных юрисдикций, так и на региональном и глобальных уровнях. А как иначе, если отдельно взятая корпорация может быть зарегистрирована на острове Джерси, владеть основными активами в виде контрольных пакетов акций российских компаний, размещать свои ценные бумаги на бирже в Гонконге, а в составе правления иметь граждан Великобритании, США и еще нескольких европейских и азиатских государств!

Разумеется, для того, чтобы понять смысл происходящих процессов на мировых финансовых рынках, необходимо детально изучить особенности современного правового регулирования рынка ценных бумаг, проанализировать историю развития законодательства в этой сфере. Перечисленным вопросам и посвящена эта книга. Автор в понятной и доступной форме описывает основные тенденции развития отечественного законодательства о рынке ценных бумаг, статус различных участников рынка, их права и обязанности, специфику государственного регулирования. Для удобства читателей ключевые моменты представлены в виде схем и рисунков.

В рамках одной книги сложно рассмотреть все возможные аспекты, связанные с правовым регулированием рынка ценных бумаг. Очевидно, это лишь первый опыт автора и за ним последуют новые работы, посвященные данной теме. К тому же стоит учесть происходящие в этой сфере изменения. Когда учебное пособие уже было написано, появилась информация о серьезных изменениях, вносимых в Закон о рынке ценных бумаг, о планируемой передаче полномочий Федеральной службы по финансовым рынкам Центральному банку Российской Федерации, о многих других грядущих новеллах.

И еще один важный момент. Необходимо сказать несколько слов о тех людях, которые помогали в написании этой книги: советом, добрым словом, литературой, интересными кейсами, организационной поддержкой. Прежде всего, это члены кафедры предпринимательского права юридического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова и лично ее заведующий Евгений Парфирьевич Губин. Внимательные рецензенты: Владимир Константинович Андреев и Николай Иванович Михайлов. Известные эксперты и исследователи: Наталия Выговская, Андрей Габов, Артем Генкин, Леонид Гольдман, Евгений Зеленский, Алексей Коновалов, Владислав Лурье, Денис Морозов, Андрей Новаковский, Гоман Паршин, Брайан Чеффине. А также: Гоман Янковский, Дмитрий Текутьев, Александр Копылов, Евгений Чарнопис, Кирилл Николаев, Евгения Калинина, Андрей Черкашин, Анастасия Смирнова, Евгений Архипов, Алена Чудакова, Константин Гузанов.

И, конечно же, большое спасибо всем тем, кто просто был рядом и помогал воплотить в реальность планы по написанию и публикации этой книги.

А. Е. Молотников

Глава 1
Рынок ценных бумаг и его место в современной экономике

Состояние, нажитое на бирже, подобно сокровищам гоблинов. Сначала мы видам рубины, затем они превращаются в угольки, после представляются алмазами, которые сменяет щебенка, переходящая в утреннюю росу, и, напоследок, нам достаются слезы.

Don Joseph de la Vega
«Confusion de Confusiones»
1688

1. Понятие рынка ценных бумаг.
2. Функции и виды рынка ценных бумаг.
3. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг.

Глоссарий

Рынок ценных бумаг — это система взаимоотношений по поводу ценных бумаг и иных финансовых инструментов, возникающая между эмитентами, инвесторами, профессиональными участниками, а также иными лицами, функционирование которой обеспечивается регулирующим воздействием государства, а также основывается на принципах саморегулирования.

Денежный рынок — часть финансового рынка, на котором обращаются средства, обеспечивающие движение краткосрочных ссуд (до одного года).

Рынок капиталов — часть финансового рынка, на котором осуществляется движение долгосрочных накоплений со сроком более одного года.

Самофинансирование — развитие хозяйствующего субъекта за счет собственных финансовых ресурсов без привлечения средств сторонних лиц.

Первичный рынок — это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов.

Вторичный рынок — это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги.

1.1. Понятие рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг является одним из величайших достижений человечества. Появившись сравнительно недавно, в Новое время, он за несколько столетий стал неотъемлемым элементом современной экономики, замыкая на себе интересы целых государств, крупнейших корпораций и частных инвесторов.

Еще в начале XX века Чарльзом Дагвидом (Charles Duguid) была высказана мысль, что рынок ценных бумаг «представляет собой нервный центр политической и финансовой жизни наций, где пристально следят за всеми сколько-нибудь важными фактами, чтобы мгновенно отреагировать на их появление. Именно этот рынок можно назвать барометром благосостояния и разорения»[3].

Финансовый рынок
Денежный рынок
осуществляется движение краткосрочных накоплений со сроком менее одного года
Рынок капиталов
осуществляется движение долгосрочных накоплений со сроком более одного года

Более того, по словам Ю. С. Сизова, рынок ценных бумаг фактически стал одним из *символов реализации экономических свобод человека:* свободы каждого предоставлять свои накопления для использования в производственных процессах, в которых сам он не принимает непосредственного участия[4].

По своей сути рынок ценных бумаг является частью **финансового рынка,** на котором происходят процессы перераспределения свободных денежных средств. Как правило, в составе финансового рынка выделяют *денежный рынок* и *рынок капиталов* (такую классификацию, например, используют Мировой банк и Международный валютный фонд)[5]. Данный подход обусловлен особым характером финансовых ресурсов, обслуживающих оборотный и основной капитал. На *денежном рынке* обращаются средства, которые обеспечивают движение краткосрочных ссуд (до одного года). На *рынке капиталов* осуществляется движение долгосрочных накоплений со сроком

более одного года [6].

На финансовом рынке фактически происходит перераспределение свободных денежных средств от их владельцев к лицам, нуждающимся в финансировании. Это происходит либо посредством внесения денежных вкладов в банк и последующего их поступления субъектам предпринимательской деятельности в качестве кредитов, либо при помощи рынка ценных бумаг, на котором инвесторы выплачивают компаниям денежные средства за выпускаемые ими ценные бумаги.

Наряду с рынком банковского кредитования рынок ценных бумаг обеспечивает эффективное перемещение в экономике финансовых ресурсов. На более ранних стадиях развития человеческого общества хозяйствующие субъекты имели ограниченный доступ к финансовым ресурсам. Рост осуществлялся, прежде всего, благодаря внутренним ресурсам. Данное явление получило название **самофинансирования**[7].

В настоящее время развитие современных компаний невозможно представить без внешних источников финансирования. Правда, исследователи установили[8], что соотношение между собственными и привлеченными средствами, как правило, изменяется циклично.

Например, в периоды экономического подъема дата самофинансирования снижается, а дата кредитных ресурсов и средств, привлеченных на рынке ценных бумаг, и эмиссия ценных бумаг возрастают. В условиях депрессии, спада, наоборот, доля кредита и ценных бумаг из-за высокого процента снижается, а дога самофинансирования возрастает.

корпорации получают необходимые для своего развития финансовые ресурсы
Субъекты предпринимательской деятельности
Рынок ценных бумаг
инвесторы (владельцы акций) становятся участниками корпоративных образований

Таким образом, прослеживается прямая связь между развитием субъектов предпринимательской деятельности (в

первую очередь корпораций, которые основаны на началах членства) и рынком ценных бумаг. **Само существование корпораций невозможно без рынка ценных бумаг.** Именно посредством его инфраструктуры корпорации получают необходимые для своего развития финансовые ресурсы (посредством продажи акций, облигаций и т. п.), а инвесторы (владельцы акций) становятся участниками корпоративных образований. Взаимосвязь между рассматриваемыми институтами наиболее четко прослеживается в историческом аспекте. Массовое возникновение акционерных обществ всегда сопровождалось ростом торгов на рынке, что провоцировало его бурное развитие[9].

Наряду с понятием «рынок ценных бумаг» довольно часто употребляется и другая конструкция: «фондовый рынок». Последнее словосочетание в русском языке образовалось от термина «фонды», которым, наряду с понятием «эффекты», обозначались отдельные разновидности ценных бумаг. В свою очередь, слово «фонды» происходит от итальянского «fondo» – в средневековой Италии так обозначались ценные бумаги[10]. В экономической и юридической литературе упомянутые термины используются как равнозначные[11]. Нет никаких оснований отходить от сложившихся традиций, и поэтому в настоящем учебнике *понятие «рынок ценных бумаг» будет использоваться наравне с термином «фондовый рынок».*

В последние годы в законодательстве России наметилась тенденция узкой трактовки словосочетания **«финансовый рынок»** при одновременном сокращении употребления понятия **«рынок ценных бумаг».** Очевидно, это произошло в связи с образованием в 2004 году органа исполнительной власти – Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР)[12]. В нормативных актах понятие «финансовый рынок» стало использоваться с оговоркой об исключении из него целого ряда сегментов, таких как страховая, банковская и аудиторская деятельность[13]. Однако с добавлением ФСФР полномочий по надзору за страховой деятельностью соответственно расширилось понимание финансового рынка и в нормативных актах[14]. Скорее всего, учитывая возрастающую сложность процессов, происходящих на рынках капиталов, регулирующие органы и законодатели постепенно избегают

употребления понятия «ценные бумаги», заменяя его более широким – «финансовые инструменты», включающим в себя и ценные бумаги, и производные финансовые инструменты[15]. Соответственно, все чаще используется термин «финансовый рынок» вместо «рынок ценных бумаг».

Пожалуй, наиболее важный **положительный эффект** рынка ценных бумаг состоит в том, что он позволяет в максимально короткие сроки обеспечить перелив капитала из отраслей, теряющих имеющийся потенциал развития, в новые более перспективные сферы экономической деятельности. Благодаря этому, повышается эффективность национальной экономики, происходит рациональное распределение ресурсов, при этом отсутствует необходимость воздействия на происходящие процессы третьими лицами, например, государством[16]. Очевидно, во многом в связи с отмеченной особенностью, законодательства развитых стран, с одной стороны, устанавливают жесткие требования в отношении эмитента ценных бумаг по раскрытию информации (обеспечивают получение инвестором объективной информации о компании), а с другой – создают режим максимального комфорта для отчуждения и приобретения ценных бумаг их владельцами (это приводит к увеличению оборота ценных бумаг и более интенсивному перераспределению финансовых ресурсов).

Рынок ценных бумаг
Положительный эффект
Максимально быстро позволяет перераспределить капитал из отраслей, теряющих потенциал развития в более перспективные сферы экономической деятельности.
Благодаря этому:
1) повышение эффективности национальной экономики.
2) рациональное распределение ресурсов при отсутствии необходимости воздействия на происходящие процессы третьим лицам
Отрицательный эффект
Высокая чувствительность к политическим, экономическим, правовым изменениям в стране и за рубежом.
Характеризуется как «рынок ожиданий»: участники строят свое поведение опираясь на субъективные представления о будущем.
В той или иной форме на фондовом рынке имеет место спекуляция => принимаются:
1) акты против распространения инсайдерской информации
2) акты против манипулирования рынком

В то же время нельзя не отметить и наиболее известную **негативную особенность** рынка ценных бумаг. Как отмечают многие исследователи[17], ему свойственна высокая чувствительность к политическим, экономическим, правовым изменениям в стране и за рубежом. *По своей сути фондовый рынок – это «рынок ожиданий», его участники строят свое поведение, во многом опираясь на свои субъективные представления о будущем.*

Следовательно, на фондовом рынке в той или иной форме присутствует спекуляция, то есть перепродажа одного и того же товара по разным ценам, и получение прибыли на разнице цен покупки и продажи. Именно поэтому во многих странах мира приняты нормативные акты, противодействующие распространению как инсайдерской информации (противодействие спекулянтам, обладающим определенными сведениями), так и манипулированию рынком (снижает вероятность резких перепадов курсовой стоимости ценных бумаг) [18].

Сущность рынка ценных бумаг традиционно привлекала к себе исследователей. Например, в начале XX века были популярны труды Рудольфа Гильфердинга, в частности, «Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма»[19]. Австрийским исследователем были обозначены три базовых основания фондового рынка[20]. Во-первых, это наличие фондовых ценностей как основы фиктивного капитала. Интересно, что ученый не приравнивал цену акции к доле капитала предприятия. Он утверждал, что цена – это капитализированная доля дохода. Именно данное обстоятельство приводит к колебанию стоимости акций, ведь стоимость активов предприятия более устойчивая величина, чем его доход. По своей сути цена акции и составляет так называемый фиктивный капитал, возникающий вне производственного процесса.

Во-вторых, Гильфердинг выделял необходимость фондовой биржи как рынка обращения фондовых ценностей. Экономическое значение фондовой биржи, по мнению исследователя, состоит в постоянно действующем механизме монетизации фиктивного капитала, то есть его трансформации в денежный капитал и наоборот. Акционер в любое время может продать принадлежащие ему ценные бумаги, извлечь вложенный капитал и перенести его в иные сферы.

В-третьих, отмечались растущие притязания потенциальных и реальных инвесторов на доход. Исследователь считая акционерный капитал инвестиционно привлекательным и подчеркивая среди преимуществ акционерного общества по сравнению с индивидуальными предприятиями легкость

привлечения капитала и большую способность накопления.

В специальной литературе довольно распространен такой подход, при котором фондовый рынок фактически **сводится к обращению ценных бумаг.** Например, Е. А. Суханов под *рынком ценных бумаг* понимает «…совокупность сделок, совершаемых участниками имущественного оборота по поводу ценных бумаг»[21]. В то же время, Е. Г. Хоменко полагает, что рынок ценных бумаг – это сфера обращения товара особого рода по установленным правилам на соответствующей территории между заинтересованными субъектами (участниками)[22]. Другой автор, М. И. Петров, в общем виде определяет рынок ценных бумаг как совокупность, систему экономических отношений, возникающих между лицами, которые в установленном законодательством порядке наделены правом на осуществление финансовых операций в отношении оборачивающихся на рынке объектов (ценных бумаг)[23].

Однако указанные выше авторы не учитывают, что на фондовом рынке между его участниками возникают разноплановые отношения, не только напрямую связанные с оборотом ценных бумаг. Вряд ли следует воспринимать рынок ценных бумаг всего лишь как совокупность сделок. Это далеко не так. Для того чтобы инвестор приобрел акции, принадлежащие эмитенту, необходимо последовательно совершить целый ряд действий, направленных на выпуск ценных бумаг, их регистрацию и т. д. То есть, чтобы осуществить успешную эмиссию, одних намерений эмитента и потенциального покупателя ценных бумаг будет недостаточно. Равно как и при отчуждении, например, облигаций от одного инвестора другому. Это было бы невозможно без наличия системы, учитывающей права на ценные бумаги.

Итак, эффективная работа фондового рынка обеспечивается наличием соответствующей инфраструктуры, в которую входят фондовая биржа, организаторы торговли на рынке, брокеры, дилеры, клиринговые организации, регистраторы, депозитарии, рейтинговые агентства и т. д. Функционирование столь сложной структуры требует регулирующего воздействия со стороны государственных органов, а в ряде случаев и саморегулируемых организаций. Следовательно, рынок ценных бумаг характеризуется наличием сложной системы взаимоотношений между различными субъектами, что, в свою очередь, влияет и на особенности правового регулирования данной сферы.

Представляется возможным вслед за А. В. Габовым выделить следующие *блоки общественных отношений,* возникающих на рынке ценных бумаг:

1) в связи с созданием ценной бумаги как объекта

гражданских прав (эмиссия ценных бумаг и иные формы возникновения ценных бумаг) и с их присвоением эмитентом;

2) в связи с обращением ценных бумаг;

3) в процессе осуществления субъектами учетной системы своих функций по учету прав владельцев ценных бумаг (требующих такого учета[24]);

4) в процессе осуществления инвестиционной деятельности;

5) вследствие осуществления субъективных гражданских прав, закрепленных ценной бумагой;

6) в процессе осуществления профессиональных и иных тесно с ними связанных видов деятельности на рынке ценных бумаг;

7) в процессе государственного регулирования рынка ценных бумаг[25].

На рынке ценных бумаг существует несколько **групп участников:** эмитенты (прежде всего корпорации), инвесторы, посредники и иные организации, обеспечивающие функционирование инфраструктуры рынка, саморегулируемые организации, органы государства. Каждый из участников выполняет определенную функцию на рынке и имеет соответствующие особенности. Право регулирует возникающие на рынке отношения, деятельность по достижению целей, стоящих перед участниками, определяет правовой статус каждого из них.

Между всеми участниками рынка ценных бумаг существует тесная взаимосвязь, каждый из них занимает свое место в общей системе отношений. Так, эмитент и инвестор формируют спрос и предложение на рынке, деятельность посредников – профессиональных участников рынка – направлена на повышение эффективности рыночных отношений, достижение целей, а государственные органы призваны контролировать и обеспечивать интересы всех участников рынка.

Исходя из вышеизложенного, можно сформулировать следующее **определение рынка ценных бумаг:**

Рынок ценных бумаг *– это система взаимоотношений по поводу ценных бумаг и иных финансовых инструментов, возникающая между эмитентами, инвесторами, профессиональными участниками и иными лицами, функционирование которой обеспечивается регулирующим воздействием государства, а также основывается на принципах саморегулирования.*

Необходимо особо подчеркнуть, что в рамках курса правового регулирования рынка ценных бумаг основное внимание должно быть уделено предпринимательской деятельности субъектов рынка ценных бумаг. Исследование же предметов (объектов) рынка ценных бумаг, бесспорно, является важной задачей, в том

числе и права, однако необходимо учитывать, что ценные бумаги являются объектами гражданского права, и их изучение – предмет курса гражданского права.

1.2. Функции и виды рынка ценных бумаг

Фондовый рынок – это всего лишь зеркало, которое <…> с некоторой задержкой отображает лежащую в основе экономическую ситуацию. Причины и следствия, которыми связана экономика и фондовый рынок, никогда не меняются.

John Kenneth Galbraith «The Great Crash 1929» 1954

Для того чтобы изучить различные особенности рынка ценных бумаг целесообразно рассмотреть его отдельные функции и виды. Сам по себе рынок ценных бумаг обладает **функциями,** свойственными в целом рыночной экономике.

1. Общие функции:

– повышение эффективности функционирования первичных рынков, обеспечение конкуренции на них (товарный и т. п.)[26];

– трансформация сбережений в инвестиции;

– обеспечение стабильности функционирования рыночной экономики;

– определение спроса, предложения и цены на соответствующие товары рынка;

– информационная функция[27].

2. Специальные функции:

– страхование финансового и денежного рынков, а также рисков, возникающих в результате предпринимательской деятельности на рынке;

– аккумулирование необходимых средств для решения конкретных задач производства в различных отраслях экономики;

– пополнение государственного бюджета и др.[28]

Таким образом, рынок ценных бумаг, выполняя вышеназванные функции, оказывает воздействие как на сферы экономической деятельности, так и на ее участников.

Далее подробнее стоит рассмотреть **виды рынка ценных бумаг.** Рынок ценных бумаг состоит из отдельных, хотя и взаимосвязанных элементов – видов, которые, в свою очередь, выделяются на основе тех или иных классификационных признаков:

Функции рынка ценных бумаг
Общие
свойственные рыночной экономике
1) Повышение эффективности функционирования первичных рынков, обеспечение конкуренции на них (товарный и т.п.);
2) Трансформация сбережений в инвестиции;
3) Обеспечение стабильности функционирования рыночной экономики;
4) Определение спроса, предложения и цены на соответствующие товары рынка;
5) Информационная функция.
Специальные
1) Страхование финансового и денежного рынков, а также рисков, возникающих в результате предпринимательской деятельности на рынке;
2) Аккумулирование необходимых средств для решения конкретных задач производства в различных отраслях экономики;
3) Пополнение государственного бюджета;
4) Иные функции.

1. В зависимости от финансовых инструментов, являющихся предметом отношений между участниками рынка ценных бумаг, выделяют:

– рынок акций;

– рынок облигаций, в том числе государственных;

– рынок производных финансовых инструментов.

Каждый из указанных выше рынков имеет свои особенности, связанные с сущностью объектов, обращающихся на них. Например, рынок акций более подвержен колебаниям в сравнении с рынком облигаций. Помимо прочего, это связано с большим количеством факторов, влияющих на стоимость акций, а также невозможностью вернуть денежные средства, вложенные в ценные бумаги, другими способами, кроме их продажи другому инвестору[29]. Вместе с акциями инвесторы приобретают и право на управление обществом, что не может не сказаться на их поведении на рынке. Более того, рынок акций, характеризующийся активным участием, как рынок капитала достаточно тесно связан с особенностями управления акционерными обществами.

> На курсовую стоимость акций оказывают влияние проходящие корпоративные мероприятия. В преддверии общих собраний акционеров в организациях, акции которых обращаются на фондовой бирже, могут наблюдаться плановые скупки ценных бумаг в целях временного увеличения пакетов акций, принадлежащих действующим акционерам, и, следовательно, оказания влияния на принимаемые решения. После проведения

собраний приобретенные акции, как правило, продаются. Например, в преддверии переизбрания совета директоров ОАО ГМК «Норильский никель» активизировалась скупка депозитарных расписок компании (ADR). За неделю неизвестный инвестор приобрел расписки в объеме 2 % от уставного капитала ГМК почти на $1 млрд[30]! Рынок облигаций менее подвержен резким колебаниям курсовой стоимости, что, конечно же, определяется долговой природой обращающихся на нем ценных бумаг.

Производные финансовые инструменты, несмотря на их востребованность рынком, вплоть до конца 2009 года имели слабое нормативное основание. Ситуация изменилась лишь с внесением изменений в целый ряд правовых актов: от Налогового кодекса до Закона «О рынке ценных бумаг»[31].

2. По связи объектов рынка ценных бумаг с их выпуском и обращением выделяют:

– *первичный рынок* – это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов;

– *вторичный рынок* – это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги.

Казалось бы, эмитент должен быть заинтересован судьбой выпускаемых им ценных бумаг лишь на первичном рынке. Ведь только здесь он привлекает средства для своего развития. Однако на практике игнорирование вторичного рынка может негативно отразиться на стоимости ценных бумаг эмитента. В специальной литературе отмечается, что роль и значение вторичного рынка для эмитента вызвано двумя основными факторами[32]:

1) здесь устанавливаются стоимостные параметры ценных бумаг эмитентов: при росте цен последующие выпуски ценных бумаг эмитент будет размещать по более высоким ценам;

2) инвесторы будут приобретать ценные бумаги у эмитента в процессе размещения, если у них есть уверенность в том, что впоследствии они смогут продать эти ценные бумаги на вторичном рынке.

Как правило, ни стоимость ценных бумаг, ни условия совершаемых с ними сделок не отличаются в зависимости от рынка. Однако из этого правила также есть исключения. Например, в конце 1992 – начале 1993 года сформировался обширный вторичный рынок государственных приватизационных чеков. Ваучеры, покупаемые за наличные, перепродавались партиями за безналичный расчет по более высокой цене оптовым

покупателям с рентабельностью до 50 % на каждом чеке[33].

3. По степени урегулированности отношений можно выделить:

– организованный рынок ценных бумаг, в рамках которого существуют биржевой рынок и рынок, функционирующий на площадках организаторов торговли – профессиональных участников;

– неорганизованный рынок ценных бумаг, участниками которого могут быть даже физические лица.

Первоначально **организованный рынок** ценных бумаг располагался в пределах биржи. У нее могло быть специальное назначение – осуществлять торговлю исключительно ценными бумагами, например, Фондовая биржа в Лондоне[34]. В ряде случаев торговля ценными бумагами осуществлялась в рамках обычной товарной биржи, например, в 1900 году на Санкт-петербургской бирже был создан фондовый отдел[35]. Как отмечает Б. Т. Кузнецов, возникновению внебиржевого рынка способствовали высокие комиссионные платежи, жесткие ограничения допуска на биржи ценных бумаг, монопольное положение членов биржи и т. д.[36] Кроме того, с развитием технологий стало значительно проще формировать организованные площадки, на которых проводится торговля ценными бумагами. Наиболее интенсивно это стало осуществляться в связи с появлением компьютерной техники и сети Интернет.

> В США наряду с Нью-Йоркской фондовой биржей (NYSE) с февраля 1971 года существовал организатор торговли, получивший название «Автоматизированные котировки Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг» (NASDAQ). До падения фондового рынка в октябре 1987 года торги осуществлялись на этой площадке исключительно по телефону. Но после этих событий, произошедших из-за того, что сложно было дозвониться до участников торгов, постепенно получает распространение метод электронной торговли[37]. Кстати, в 2006 году NASDAQ Stock Market был зарегистрирован в качестве Национальной фондовой биржи США[38]. Это обстоятельство еще раз подтвердило появившуюся тенденцию сближения бирж и иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.
>
> Подобные тенденции присутствуют и в России. В частности, в конце 2010 года руководство ОАО «Московская фондовая биржа» приняло решение

обратиться в Федеральную службу по финансовым рынкам с заявлением о прекращении действия лицензии фондовой биржи. Вместо прежней была получена лицензия на осуществление деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг. Это снизило в два раза требования законодательства по размеру уставного капитала организации[39].

Следует отметить, что круг ценных бумаг, не торгуемых на бирже, довольно широк: например, рынок государственных облигаций в США и международный рынок еврооблигаций являются внебиржевыми[40].

Отечественное законодательство долгое время лишь косвенно определяло понятие организованного рынка. Этот термин в фискальных целях раскрывался в налоговом законодательстве (п. 3 ст. 214.1 и п. 2 ст. 280 Налогового кодекса). При этом оба определения противоречили друг другу. Ситуация изменилась после принятия Федерального закона от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ «Об организованных торгах». Согласно подп. 7 п. 1 ст. 2, **организованные торги** – торги, проводимые на регулярной основе по установленным правилам, предусматривающим порядок допуска лиц к участию в торгах для заключения ими договоров купли-продажи товаров, ценных бумаг, иностранной валюты, договоров репо и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами. Таким образом, в качестве основных признаков организованного рынка в законодательстве особо выделяется:

1) регулярный характер торгов;

2) наличие особого порядка допуска к торгам. **Неорганизованный (или уличный) рынок.** В западной практике именно здесь проходит основная масса всех первичных размещений, атаки «осуществляется торговля ценными бумагами худшего качества по сравнению с обращающимися на бирже[41]. В российской практике справедливо первое утверждение, однако говорить о том, что ценные бумаги на неорганизованном рынке хуже тех, что торгуются на бирже, нельзя. В связи с недостаточной развитостью фондового рынка многие крупные отечественные компании не проходили процедуру листинга своих акций на бирже. Однако это обстоятельство не сказывается на их благосостоянии.

В последнее время благодаря распространению web-технологий, бурному росту интернет-компаний, развитию сферы венчурного инвестирования, на рынке все большую популярность приобретают новые способы

взаимодействия между инвесторами.

Акции многих высокотехнологичных компаний не обращаются на фондовых биржах, их публичное размещение среди инвесторов еще только готовится. Однако многие сотрудники подобных компаний владеют их акциями и готовы продать их заинтересованным лицам. В настоящее время подобные сделки осуществляются на следующих площадках в сети Интернет: **SecondMarket** (https://www.secondmarket.com) и **SharesPost** (http://www.sharespost.com). Первая зарегистрирована в качестве брокера-дилера и альтернативной торговой системы (alternative trading system) Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC), вторая первоначально имела статус т. н. **пассивной доски объявлений** (passive bulletin board). Хотя на указанных интернет-площадках совершаются сделки с различными ценными бумагами, все же основой их деятельности являются акции таких компаний, как Facebook (до своего публичного размещения), Twitter, Foursquare, Dropbox, Groupon, Linkedln и т. п.

Деятельность указанных компаний привлекла внимание государственного регулятора. Дело в том, что SEC была обеспокоена тем, что на фоне очередного интереса к венчурным проектам на подобных интернет-площадках с учетом отсутствия должного государственного контроля повысится риск манипуляций и необоснованного завышения цены на акции частных компаний, предлагаемых к продаже. Имелся риск и иных нарушений: многие инвесторы не учитывают то обстоятельство, что право преимущественной покупки продаваемых акций принадлежит иным акционерам частной компании[42]. Все это привело к изменению правового статуса операторов указанных сайтов. В частности, **SharesPost** была вынуждена подать заявку на регистрацию в качестве брокера-дилера и альтернативной торговой системы[43].

4. По территориальному признаку выделяют следующие рынки ценных бумаг:

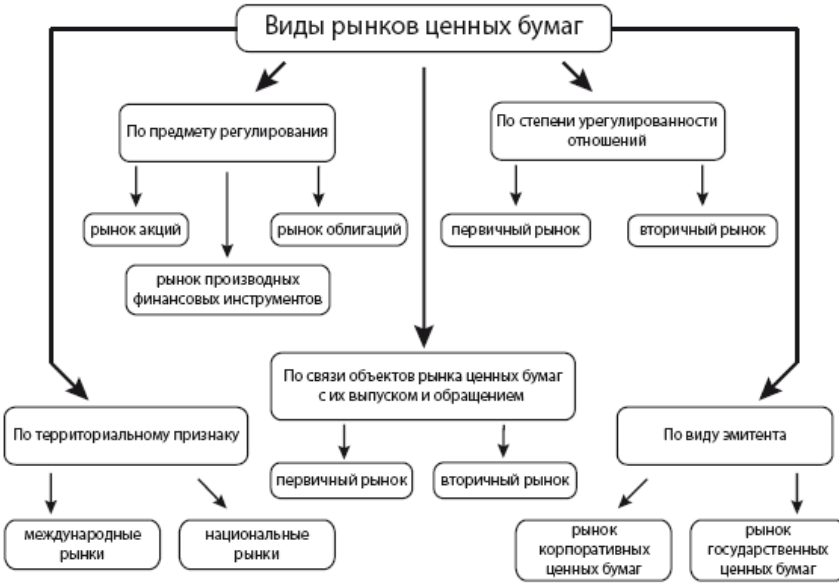
– национальные рынки;

– международные рынки.

5. В зависимости оттого, кто является эмитентом, выделяют:

– рынок корпоративных ценных бумаг;

– рынок государственных ценных бумаг.



Существуют и иные основания классификации фондовых рынков[44].

Традиционно считается, что в каждом государстве существуют различные системы организации рынка ценных бумаг. В этой связи говорят о наличии различных **моделей фондового рынка.** Базовыми моделями считаются *американская модель (США) и немецкая модель (ФРГ)*[45]*. В остальных государствах в той или иной степени сочетаются различные черты, присущие указанным выше моделям, что позволяет говорить об их смешанном характере (и Россия не является исключением).*

Существуют и иные подходы к изучению моделей фондового рынка. Например, Б. М. Ческидов[46] на основании такой экономической категории как достаточность капитала выделяет пять основных моделей рынков ценных бумаг развитых стран мира:

1) модель абсолютно недостаточного капитала (Италия и др.);

2) модель относительно недостаточного капитала или форсированная (Германия и др);

3) модель избыточного капитала или лидирующая (Англия, США);

4) модель достаточного капитата (Скандинавия, Австралия);

5) переходные модели (Голландия, Франция).

Модель рынка ценных бумаг в России (равно как и в Российской империи, а также в странах СНГ), по мнению исследователя, относится к модели абсолютно недостаточного капитала.

Таблица основных показателей моделей фондового рынка [47]

Показатель модели фондового рынка	Страны		
	Германия	США	Россия
Принадлежность фондовых бирж	полностью или частично находятся под контролем государства	принадлежат негосударственным организациям	находятся под косвенным контролем государства[2], а также принадлежат негосударственным организациям
Развитость внебиржевого рынка ценных бумаг	низкая	высокая	высокая

контролем государства[48]

Показатель модели фондового рынка	Страны		
	Германия	США	Россия
Концентрированность акционерных капиталов (количество акций, находящихся в свободном обращении)	средняя	низкая	высокая
Ограничения на деятельность банков на рынке ценных бумаг	отсутствуют	долгое время существовали в соответствии с Законом 1933 года Гласса-Стигола (Glass-Steagall Act), в 1999 году основные ограничения были отменены (Закон Грэмма-Лича-Блайли — Gramm-Leach-Bliley Act)[2]	отсутствуют

(Закон Грэмма-Лича-Блайли – Gramm-Leach-Bliley Act)[49]

1.3. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг

…Американская экономика не стоит на месте, значит, не могут застыть и нормы, которые ее регулируют <…> Старые институты не в состоянии надлежащим образом контролировать изменившиеся общественные отношения. Однако, вместо осмысленной реформы, <…> мы слишком часто оправдываем этику жадности, обхода закона, инсайдерской торговли. А ведь все эти факторы в долгосрочной перспективе таят в себе угрозу стабильности нашей экономической системы.

Это случилось в 1980-е годы <…> и это произошло снова уже в этом десятилетии, отчасти в связи с тем как мы дерегулировали рынок финансовых услуг. После того как мы отменили устаревшие правила, вместо того, чтобы их обновить, мы были вынуждены осуществлять контроль за новыми практиками XXI века при помощи подходов века XX.

Речь кандидата в президенты США Барака Обамы 16 сентября 2008 года в Колорадо[50]

По мере развития фондового рынка усложняются и отношения между его участниками. Игнорирование новых явлений, возникающих на рынке, может привести к весьма плачевным результатам не только для участников рынка ценных бумаг, но и для простых граждан. В частности, одной из многочисленных причин, приведших к недавнему финансовому кризису в 2007–2008 годах, считается недостаточное регулирование деятельности рейтинговых агентств, что привело к

массовому снижению рейтингов многих участников рынка, это дезориентировало инвесторов и спровоцировало их на сложение средств в сложные финансовые инструменты (например, новые формы секьюритизации[51]), предлагаемые этими участниками[52].

Разумеется, динамичное развитие рынка ценных бумаг приводит к изменению законодательства, а также установлению новых подходов к осуществлению государственного регулирования. К примеру, корпоративное законодательство весьма чувствительно к изменению ситуации именно на рынке ценных бумаг. Широкомасштабное падение фондового рынка в США в конце 20-х годов прошлого столетия привело к пересмотру основ правового регулирования рынка ценных бумаг и корпораций. В результате подавляющее большинство современных юрисдикций имеет специальное законодательство, регулирующее положение публичных компаний, строго регламентирующее куплю-продажу акций, раскрытие информации о деятельности корпорации, структуру ее управленческих органов[53] и т. п.

> В эпоху становления рынка ценных бумаг многие исследователи вместо изучения протекающих на рынке процессов в целях их должного регулирования начинали резко его критиковать, весьма спорно оценивая его значение для экономики. Для иллюстрации этого обратимся к примеру Великобритании XVII века. Тогда высказывались следующие негативные точки зрения:
>
> – рынок основан на лжи и манипулировании;
>
> – увеличивается количество политических рисков в связи с манипулированием стоимостью государственных ценных бумаг;
>
> – растет социальная нестабильность;
>
> – рынок ценных бумаг ничего не прибавляет к национальному благосостоянию[54].
>
> Многие представители общественности обрушивались с резкой критикой на основы рынка ценных бумаг, среди них был известный писатель Даниель Дефо[55]. Правда, злые языки утверждают, что причиной его негодования стала личная обида: он потерял £200, вложив их в акции компании по подъему затонувших кораблей[56].

Как уже отмечалось, рынок ценных бумаг является одним из основных источников финансирования корпораций, конкурируя по эффективности с рынком кредитных ресурсов. В то же время,

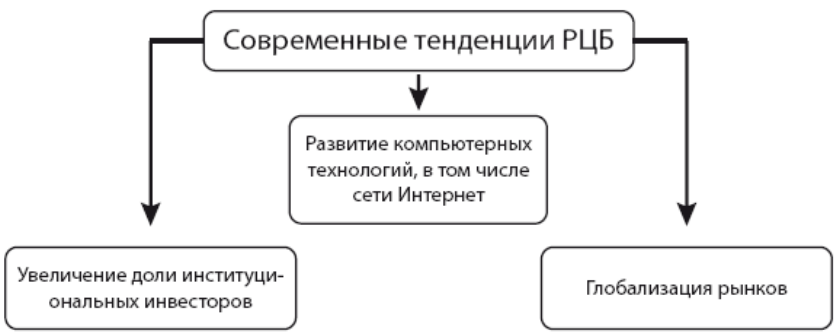
современный законодатель учитывает отрицательный исторический опыт, связанный с обманом и злоупотреблением доверием инвесторов, вложивших свои средства в акции либо облигации разорившихся компаний. Именно поэтому инфраструктура рынка ценных бумаг направлена на пресечение случаев нарушения прав инвесторов, на корректировку поведения недобросовестных эмитентов, а не на ликвидацию таких корпораций [57].

В последние десятилетия в западных странах произошли серьезные изменения на рынке ценных бумаг, которые, в конечном счете, оказали серьезное воздействие и на современные корпорации[58]:

1) увеличилась доля институциональных инвесторов;

2) развиваются компьютерные технологии, в том числе сети Интернет;

3) происходит глобализация рынков.


Современные тенденции РЦБ
Развитие компьютерных технологий, в том числе сети Интернет
Увеличение доли институциональных инвесторов
Глобализация рынков

Следует отметить, что *в России институциональные инвесторы пот не оказывают такое же серьезное воздействие на рынки ценных бумаг и на систему управления корпорациями, как в США или Великобритании*[59]. *Это обусловлено различными причинами. Прежде всего, кризис доверия к финансовым институтам и неуверенность в стабильности экономики, свойственные широким кругам участников рынка, приводит и к нежеланию частных инвесторов вкладывать свои средства в фондовый рынок, тем более посредством паевых или пенсионных фондов. К тому же многие отечественные компании отличаются концентрированной структурой акционерного капитала, не допуская обращение на рынке своих акций.*

В последнее время участники рынка обращают внимание на изменение традиционной модели осуществления инвестиционной деятельности со

стороны крупнейших участников рынка. В частности, по мнению исполнительного директора Дойчебанка в России Павла Теплухина, инвестиционно-банковский бизнес как бизнес-модель в классическом понимании этого слова до 2008 года, перестал существовать. Полностью исчезла бизнес-модель, которая работала в «Тройке Диалог» или в «Ренессансе». В настоящее время мир находится в поисках новых тенденций развития финансового сектора. **Корпоративно-инвестиционный бизнес (CIB) как конструкция в последнее время стал завоевывать большую популярность.** Он объединяет в себе и классическую инвестиционно-банковскую составляющую (корпоративные финансы, M&A, рынки капиталов, иногда управление активами), и корпоративную часть: участие в финансировании крупных корпораций через различные инструменты (синдицированные кредиты, облигационные выпуски и другие форматы). В России пионером этого бизнеса стал ВТВ с компанией «ВТВ Капиталом». Остальные постепенно начали переходить на этот формат [60].

Таким образом, если учитывать фундаментальное значение рынка ценных бумаг для успешного функционирования экономики, то ему необходимо пристальное внимание государства. Опыт октября 1929 года, а также осени 2008 года[61] доказал, что рынок ценных бумаг требует не только пристального внимания, но и активного вмешательства со стороны государства. *Именно в этом сегменте экономики наиболее ярко проявляется сочетание публичных и частных интересов. В целях стабилизации ситуации на фондовом рынке активная роль должна принадлежать не только организаторам торгов на рынке ценных бумаг, например, фондовым биржам, но и государственным регулирующим органам.* Вот почему ФСФР в условиях обвального снижения котировок акций приостанавливала торги на основных биржевых площадках страны и предпринимала иные меры, которые, хотя и ограничивали права участников, однако оказывали стабилизирующее воздействие на рынок в целом.

Критики чрезмерного государственного регулирования отмечают, что зачастую государственные структуры в стремлении предотвратить негативные явления на рынке накладывают на корпорации обязательства, ведущие к серьезным финансовым потерям для эмитентов. При этом абсолютно не просчитываются последствия таких регулирующих мер. В

качестве примера зачастую приводится Закон Сарбенса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act), принятый в 2002 году. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC), инициируя этот нормативный акт, ожидала, что его принятие приведет к увеличению финансовой нагрузки на одну публичную компанию не более чем в $91 000. В действительности же эта цифра составила более 3-х млн долларов[62]!

Некоторые исследователи, например, Роберта Романо (Roberta Romano) вообще называют этот нормативный акт не иначе как «законодательным провалом» вместе с его инициативами по ужесточению регулирования аудиторов и сертификацией внутреннего контроля в организациях. Что характерно, этот нормативный акт был принят, несмотря на минимальную поддержку в академической среде[63].

Осознавая воздействие, оказанное на мировую экономику финансовым кризисом 2000-х годов, в ближайшее время следует ожидать изменения правового регулирования как финансового рынка в целом, так и рынка ценных бумаг. Для того чтобы определить специфику уже произошедших и еще только грядущих нововведений, необходимо рассмотреть **причины кризиса,** зародившегося в США.

В январе 2011 года был обнародован Отчет специально созданной Комиссии Конгресса США по расследованию причин финансового кризиса (The Financial Crisis Inquiry Commission)[64]. Члены Комиссии пришли к выводу о том, что можно было бы избежать кризиса, если бы не возникли следующие причины его наступления:

1) большое число ошибок в регулировании и надзоре за финансовыми рынками страны;

2) просчеты в сфере корпоративного управления и области риск-менеджмента во многих крупных финансовых компаниях;

3) сочетание чрезмерных заимствований, рисковых инвестиций и недостаточной прозрачности участников рынка;

4) неподготовленность правительства к кризису, выразившаяся в противоречивости предпринимаемых действий, усугубила неопределенность и панические настроения на финансовых рынках;

5) системный сбой в этической сфере[65].

Также Комиссия выделила более частные факторы, усугубившие кризис:

– ненадлежащие стандарты ипотечного кредитования и

секьюритизации;

– развитие внебиржевого рынка деривативов[66];

– деятельность рейтинговых агентств [67].

В связи с масштабами произошедшего кризиса[68] отдельные государства и мировое сообщество стремятся выработать новые подходы к функционированию экономики, в том числе и применимые на рынке ценных бумаг. *В качестве основных последствий финансового кризиса в сфере государственного регулирования фондового рынка необходимо выделить следующие:*

1. Усиление государственного регулирования (как в сфере правовой регламентации отношений, так и в сфере контроля и надзора за участниками рынка) рынка ценных бумаг с одновременным снижением значения саморегулирования на рынке:

1) принятие новой законодательной базы функционирования рынка ценных бумаг;

2) реформа контролирующих органов на рынке ценных бумаг.

2. Разработка концепции глобального регулирования финансовых рынков, включая рынок ценных бумаг.

В июле 2010 года Президентом США Бараком Обамой был подписан т. н. Закон Додда-Франка (Dodd-Frank Act[69]). По отзывам декана школы права Йельского университета Роберта Поста (Robert Post), это крайне противоречивый закон, который, с одной стороны, устанавливает систему защиты потребителей финансовых услуг, а с другой – является угрозой для финансовой стабильности страны, нормативно закрепляя правило поддержки системообразующих участников рынка («too big to fail»)[70]. Также меняются подходы к регулированию рынков деривативов, хедж-фондов, раскрытию информации корпорациями[71].

Предпринимаются шаги по установлению систем наднационального финансового регулирования. В рамках проводимых регулярно встреч руководителей стран G20 уже выработано представление, что теория эффективности рынков неприменима для контроля возможных рисков. В связи с этим достигнуто общее понимание необходимости проведения реформ в целях усиления регулирования и надзора участников финансовых рынков[72]. Однако мировые лидеры так и не смогли договориться о том, каким образом должна выглядеть эта система глобального регулирования.

В то же время на европейском уровне удалось

построить новую систему «континентального финансового регулирования», так с января 2011 начала работу новая система надзора за финансовыми рынками, которая включает в себя:

– Европейский Банковский Регулятор (European Banking Authority);

– Европейскую организацию по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority);

– Европейскую организацию страхования и пенсионного обеспечения (European Insurance and Occupational Pensions Authority)[73].

Перераспределяются надзорные полномочия и на уровне отдельных стран. В США, очевидно, по примеру Канады, создается новый орган – Бюро по защите потребителей на финансовых рынках (Consumer Financial Protection Bureau)[74]. В Великобритании в апреле 2013 года планируется начало работы двух специализированных структур: Агентство по финансовой деятельности (Financial Conduct Authority (FCA)) и Ведомство по пруденциальному регулированию[75] (Prudential Regulation Authority (PRA))[76]. В России также произошли изменения в регулировании: сначала Федеральная служба страхового надзора была присоединена к Федеральной службе по финансовым рынкам[77]. А затем началось широкое обсуждение вариантов создания единого мегарегулятора на финансовых рынках[78].

Таким образом, учитывая отмеченные тенденции в ближайшее время можно ожидать усиление государственного воздействия на рынок ценных бумаг, в том числе установление контроля за новыми отношениями, возникающими на рынке, и создание укрупненных регулирующих органов, обеспечивающих стабильность сразу в нескольких сферах финансового рынка.

Краткие выводы

1. По своей сути рынок ценных бумаг является частью финансового рынка, на котором происходят процессы перераспределения свободных денежных средств. Как правило, в составе финансового рынка выделяют *денежный рынок* и *рынок капиталов*.

2. Само существование корпораций невозможно без рынка ценных бумаг. Именно посредством его инфраструктуры корпорации получают необходимые для своего развития финансовые ресурсы (посредством продажи акций, облигаций и т. п.), а инвесторы (владельцы акций) становятся участниками корпоративных образований.

3. На рынке ценных бумаг возникают следующие блоки общественных отношений:

1) в связи с созданием ценной бумаги как объекта гражданских прав (эмиссия ценных бумаг и иные формы возникновения ценных бумаг) и с их присвоением эмитентом;

2) в связи с обращением ценных бумаг;

3) в процессе осуществления субъектами учетной системы своих функций по учету прав владельцев ценных бумаг (требующих такого учета);

4) в процессе осуществления инвестиционной деятельности;

5) вследствие осуществления субъективных гражданских прав, закрепленных ценной бумагой;

6) в процессе осуществления профессиональных и иных тесно с ними связанных видов деятельности на рынке ценных бумаг;

7) в процессе государственного регулирования рынка ценных бумаг.

4. Рынок ценных бумаг обладает следующими функциями, свойственными в целом рыночной экономике.

1) общие функции:

– повышение эффективности функционирования первичных рынков, обеспечение конкуренции на них (товарный и т. п.);

– трансформация сбережений в инвестиции;

– обеспечение стабильности функционирования рыночной экономики;

– определение спроса, предложения и цены на соответствующие товары рынка;

– информационная функция;

2) специальные функции:

– страхование финансового и денежного рынков, а также рисков, возникающих в результате предпринимательской

деятельности на рынке;

– аккумулирование необходимых средств для решения конкретных задач производства в различных отраслях экономики;

– пополнение государственного бюджета и др.

5. На основе различных классификационных признаков можно выделить следующие виды рынка ценных бумаг:

1) в зависимости от финансовых инструментов, являющихся предметом отношений между участниками рынка ценных бумаг:

– рынок акций;

– рынок облигаций, в том числе государственных;

– рынок производных финансовых инструментов;

2) по связи объектов рынка ценных бумаг с их выпуском и обращением:

– первичный рынок;

– вторичный рынок;

3) по степени урегулированное™ отношений:

– организованный рынок;

– неорганизованный рынок;

4) по территориальному признаку выделяют следующие рынки ценных бумаг:

– национальные рынки;

– международные рынки;

5) в зависимости от того, кто является эмитентом, выделяют:

– рынок корпоративных ценных бумаг;

– рынок государственных ценных бумаг.

6. Традиционно считается, что в каждом государстве существуют различные системы организации рынка ценных бумаг. В этой связи говорят о наличии различных моделей фондового рынка. Базовыми моделями считаются *американская модель* (США) и *немецкая модель* (ФРГ). В остальных государствах в той или иной степени сочетаются различные черты, присущие указанным выше моделям, что позволяет говорить об их смешанном характере.

7. В последние десятилетия в западных странах произошли серьезные изменения на рынке ценных бумаг, которые, в конечном счете, оказали серьезное воздействие и на современные корпорации:

1) увеличилась доля институциональных инвесторов;

2) развиваются компьютерные технологии, в том числе сеть Интернет;

3) происходит глобализация рынков.

8. В качестве основных последствий финансового кризиса в сфере государственного регулирования фондового рынка необходимо выделить следующие:

1) усиление государственного регулирования (как в сфере правовой регламентации отношений, так и в сфере контроля и надзора за участниками рынка) рынка ценных бумаг с одновременным снижением значения саморегулирования на рынке:

– принятие новой законодательной базы функционирования рынка ценных бумаг;

– реформа контролирующих органов на рынке ценных бумаг;

2) разработка концепции глобального регулирования финансовых рынков, включая рынок ценных бумаг.

Контрольные вопросы

1. Назовите части финансового рынка? В чем отличие их друг от друга?
2. Поясните, почему само существование корпораций невозможно без рынка ценных бумаг?
3. Выделите положительные и отрицательные особенности рынка ценных бумаг. Каким образом они отразились на действующем законодательстве?
4. Назовите блоки общественных отношений, возникающих на рынке ценных бумаг.
5. Дайте определение понятию «рынок ценных бумаг».
6. Какие из функций рынка ценных бумаг можно обозначить как общие, а какие как специальные? Проанализируйте каждую из выделенных функций.
7. Какие классификационные признаки могут лечь в основу выделения видов рынка ценных бумаг?
8. Какие основные изменения на организованном рынке произошли в последние десятилетия?
9. Назовите базовые модели фондового рынка. Какие модели дополнительно выделяются исследователями?
10. К какой модели фондового рынка ближе всего Россия?
11. Выделите наиболее серьезные изменения на рынке ценных бумаг последнего времени, которые оказали серьезное воздействие и на современные корпорации.
12. Обозначьте основные последствия финансового кризиса 2008 года в сфере государственного регулирования фондового рынка.

Основная литература

Burton M., Nesiba R. F., Brown B.An Introduction to Financial Markets and Institutions. – N.Y., 2009. – 687p.

Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell. – West, 2009. – 415 p.

Kost de Sevres N., Sasso L. The New European Financial Markets Legal Framework: A real improvement [Electronic resource]. – 2011. – 36p. – URL: http://ssrn.com/abstract=1855636.

Loss L, Seligman J. Fundamentals of securities regulation. – Aspen publishers, 2003. – 66 p.

Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation/ed. by C. Coglianese. – Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2012,– 304 p.

Wallenstein St. The roots of the financial crisis // Capital Markets. Law Journal. 2009.-Vol. 4,– No. SI.

Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2011. – 395 с. Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.

Лялин В. А. Рынок ценных бумаг: учебник/В. А. Лялин, П. В. Воробьев. – М.: Проспект [и др.], 2011. – 398 с.

Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 622 с.

Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок М.: Перспектива, 1995,– 533с.

Молотников А. Е. Проблемы взаимодействия и правового регулирования контролирующих, крупных и миноритарных акционеров в России // Предпринимательское право. – М.: Юрист, 2009. – № 1. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. – М.: Экономика, 2010. – 240с.

Рынок ценных бумаг: учебник/Басс А. Б. [и др.], под ред. Е. Ф. Жукова. – М.: Волтере Клувер, 2010. – 637 с.

Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. – М.: Юрайт, 2011,– 530с.

Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебнопрактическое пособие. – М.: Юрист, 2008. – 174с.

Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг, – СПб.: Питер, 2006.– 410с.

Дополнительная литература

Handbook of Finance: Financial Markets and lnstruments/ed. by Frank J. Fabozzi. – New Jersey: Wiley, 2008. – 852 p.

Huebner S. S. Scope and Functions of the Stock Market//Annals of the American Academy of Political and Social Science.-Vol. 35,– No. 3. – 1910. Michie R. C. The London Stock Exchange. A History. – Oxford University Press, 2001. – 696 p.

Pitt Harvey L. Bringing financial services regulation into the twenty-first century//Yale Journal on Regulation. – Vol. 25. – No. 2. – 2008.

The Financial Crisis Inquiry report Commission [Electronic resource]/The Financial Crisis Inquiry Commission. – 2011. – URL: http://www.fcic.gov/ report. – 662 p.

Verstein A. and Roberta R. Assessing Dodd-Frank [Electronic resource]/Yale Law School Center. – 2011. – 150p. – URL: http://ssrn.com/abstract=1884290.

Гильфердинг R Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. М.: Знаменский и К, 1912. – 576с.

Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Проспект, 2011. – 1024с.

Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2005. – 240 с.

Ремнев А. Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг// Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 5.

Семенов С. С. Перспективы развития российского фондового рынка. – М.: Хлебпродинформ, 2005. – 23 с.

Глава 2
История развития зарубежного законодательства о рынке ценных бумаг

…человеческая природа никогда не меняется. Следовательно, никогда не меняется и фондовый рынок. Только лица, деньги, участники, войны, бедствия и технологии сменяют друг друга.

Richard Smitten «Jesse Livermore. World's greatest stock trader», 2001

1. Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования.

2. Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках.

3. Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX – начале XX века.

Возникновение и развитие рынка ценных бумаг напрямую связано с двумя явлениями Нового времени:

1. Изменение долговой политики европейских государств, выразившееся в активном заимствовании денежных средств у широкого круга лиц посредством выпуска ценных бумаг.

2. Развитие корпоративной формы ведения бизнеса (прежде всего акционерных обществ), что привело к широкомасштабным эмиссиям акций и облигаций, которые свободно обращались среди инвесторов.

Несложно заметить, что в обоих случаях наблюдается такая особенность государственных и частных ценных бумаг, как их **свободное обращение.** Без этого было бы невозможно развитие рынка ценных бумаг. Также на развитие фондового рынка повлияли **государственные интересы** европейских юрисдикций, связанные с необходимостью привлечь дополнительные ресурсы во избежание дефицита бюджета. Часто это было вызвано или подготовкой к войне, или ее последствиями.

Отмеченные тенденции оказали серьезное воздействие на

становление фондового рынка в европейских странах. Довольно часто они осуществляли заимствования, посредством корпоративной структуры частных компаний. Это приводило к бурному росту котировок акций, вовлечению в игру на фондовом рынке огромного числа инвесторов и, соответственно, к развитию рынка ценных бумаг[79]. Одновременно с этим происходит постепенное становление законодательства о рынке ценных бумаг и увеличение случаев судебных споров, связанных с фондовым рынком (нередко в отсутствие четкого нормативного регулирования).

Следует отметить, что многие особенности функционирования фондового рынка, а также правила его регулирования, которые кажутся современному человеку чем-то самим собой разумеющимся[80], на самом деле являются результатом долгого процесса развития отношений, возникавших на рынке, сопровождавшегося постоянным совершенствованием нормативно-правовых актов и все более усложняющимися судебными процессами.

2.1. Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования

Серьезное воздействие на появление основ фондового рынка оказало внедрение в экономический оборот средневековой Европы различных видов ценных бумаг, например, векселей[81], долговых обязательств итальянских городов[82]. По словам И. М. Кулишера[83], развитие вексельного оборота в Позднее Средневековье привело к возникновению своеобразных вексельных бирж. Это происходило в итальянских средневековых городах: в XIII веке вексель распространяется в южной и юго-западной Европе, в XIV веке уже имеется информация о вексельных курсах, устанавливаемых в различных городах[84]. Однако развитие рынка ценных бумаг в итальянских городах сдерживалось как недостатком объектов для инвестирования, так и отсутствием законодательства, которое бы установило четкие правила для функционирования рынка. Упомянутые выше городские рынки, на которых обращались отдельные ценные бумаги, носили стихийный, неорганизованный характер. Как отмечают современные исследователи[85], потенциальные инвесторы предпочитали либо напрямую давать в долг заинтересованным лицам, либо вкладывать свободные средства в развитие собственного торгового бизнеса. К тому же в конце XIV века Венеция задержала выплаты по своим долговым обязательствам и в одностороннем порядке снизила процентную ставку с 4 до 3 %. Данное обстоятельство, разумеется, привело к снижению привлекательности долговых обязательств Венеции.

В дальнейшем **развитие фондового рынка** было связано, прежде всего, с **Нидерландами.** Именно здесь **в начале XVI века** активно развивается торговля долговыми обязательствами различных европейских стран. В это время первые облигации начинают выпускаться нидерландским правительством, отдельными городами, а также португальским и английским королем. Соответственно к данному периоду относится и возникновение первых фондовых бирж. В частности, речь идет о бирже Антверпена[86] (1531 год)[87], которая становится финансовым центром Европы. Здесь происходит размещение государственных ценных бумаг Англии, Франции, Португалии, а также Испании[88].

Несмотря на бурное развитие рынка ценных бумаг, в рассматриваемый период пока еще не появляется стройной

системы регулирования отношений между участниками рынка. Особое положение эмитентов – независимых государств, которые вели агрессивную внешнюю политику – нередко провоцировало их отказ от исполнения принятых на себя обязательств[89]. Это, в свою очередь, приводило к стремительному снижению стоимости остальных ценных бумаг, обращавшихся на бирже, что провоцировало банкротство участников рынка.

Позже в результате начавшейся **во второй половине XVI века** Нидерландской буржуазной революции и последовавшей за ней испанской оккупации Антверпен утратил свои лидирующие позиции в финансовой сфере. Многие жители города переехали на север, в частности, в Амстердам, который стал тогда новым европейским финансовым центром.

В Амстердаме торговля ценными бумагами выводится на принципиально иной уровень. Многие исследователи сходятся во мнении, что первой фондовой биржей *стала* именно Амстердамская[90]. Благодаря ее развитию в деловой и юридический оборот вошли новые разновидности сделок с ценными бумагами, утвердились принципы функционирования фондового рынка. Необходимо выделить следующие **отличительные черты, присущие фондовому рынку Нидерландов XVII века:**

1. Организация публичного размещения и обращения акций корпораций, создание вторичного рынка акций.

История Амстердамской фондовой биржи неразрывно связана с ее ровесницей – крупнейшей европейской акционерной компанией – **Голландской Ост-Индской компанией (VOC),** созданной в 1602 году. Первоначально принципиальное отличие VOC от зарубежных аналогов[91] заключалось в проведении **публичного размещения своих акций,** которые предлагались к продаже на всей территории Голландии. За следующие десять лет существования руководство компании утвердило **принцип свободного отчуждения собственниками принадлежавших им акций.** Однако это правило не было закреплено в уставе корпорации. В то же время оно соответствовало интересам как самой компании: акционеры не требовали возврата вложенных средств, а просто продавали акции третьим лицам, так и инвесторов, которым был необходим высоколиквидный финансовый инструмент для вложения денежных средств с высоким процентом. Данные обстоятельства привели к созданию хорошо развитого вторичного рынка акций VOC и к увеличению числа акционеров компании. Только с самого начала объявления подписки на акции компанией были привлечены средства порядка 1143 инвесторов, которые и *стали* акционерами-

основателями[92]. В то же время первый устав **Английской Ост-Индской компании (EIC)[93], утвержденный в 1600 году, содержит информацию всего лишь о 218 членах[94]. Вообще английские компании, создаваемые в начале XVII века, преимущественно ориентировались на закрытые группы инвесторов и, как уже упоминалось выше, намного позже установили правила свободного оборота акций.**

2. Выработка основных принципов размещения корпоративных ценных бумаг не в рамках только национального, но и зарубежного рынка.

Известно, что в 1622 году на Амстердамской фондовой бирже началось обращение акций новой компании, получившей название Вест-Индской. Особенность эмиссии ее акций состояла в направлении предложений инвесторам не только на территории Нидерландов, но и за рубежом. При этом специально для стимулирования торговли был составлен проспект, в котором указывались выгоды от приобретения акций[95].

3. Внедрение в деловую практику новых разновидностей совершаемых на рынке сделок с ценными бумагами.

В рассматриваемый период на Амстердамской фондовой бирже совершатся широкий спектр сделок, применяемый и в современной практике.

Согласно имеющимся свидетельствам, голландские суды относили акции к категории недвижимого имущества. Из этого следовало требование об обязательной регистрации перехода прав на акции[96]. При этом выносимые судами решения базировались на различных правовых источниках. Согласно сборнику правовых советов, составленному в XVII веке практикующими юристами *(Hollandsche Consultatwn),* судебные инстанции при разрешении споров, связанных со сделками с ценными бумагами, использовали комбинацию из норм римского права, местных и зарубежных обычаев, ордонансов Габсбургов, а также итальянского и испанского торгового права[97].

> О характере биржевых операций на Амстердамской фондовой бирже дает представление *работа Жозефа де ла Вега «Путаница путаниц» (Don Joseph de la Vega «Confusion de Confusiones»), написанная в 1688 году*[98]. *Исходя из анализа этого труда*[99], *на данной торговой площадке стали широко использоваться следующие сделки, которые до сих пор применяются на практике*[100]:
>
> **– наличные сделки (спот),** исполняемые при их совершении за наличный расчет, а также *фьючерсные (срочные) сделки,* исполняемые по заранее определенной

цене через оговоренный срок;

– опционы пут и кол, а также их сочетание – **стрэдл,** где заключались договоры на право купить или продать в будущем определенные ценные бумаги по заранее определенной цене;

– маржинальные сделки, предметом которых выступали ценные бумаги или денежные средства, переданные в заем определенному лицу;

– хеджирование – страхование рисков при помощи совершения сделок, цель которых прямо противоположна только что заключенным;

– короткие продажи, то есть отчуждение ценных бумаг, не находящихся в собственности участника сделки. При этом продавец рассчитывает на понижение курсовой стоимости ценных бумаг с тем, чтобы в будущем приобрести их по цене намного ниже первоначальной, что позволит ему, вернув ценные бумаги займодавцу, получить прибыль по совершаемым сделкам.

Власти Нидерландов были настроены резко против коротких продаж. Правда, за прошедшие столетия ситуация не изменилась: в настоящее время регуляторы также выступают против подобных сделок, способных в процессе игры на понижение полностью обрушить фондовый рынок[101]. Первым задокументированным случаем совершения коротких продаж стала в начале XVII века рыночная игра Исаака Ле Мэйра (Isaac Le Maire)[102]. Этот состоятельный предприниматель начал игру на понижение в отношении VOC. При этом он использовал необеспеченные короткие продажи, что означало отсутствие у него при заключении сделок даже заемных ценных бумаг. Резкое снижение курсовой стоимости акций компании обратило на себя внимание не только ее руководства, но и влиятельных акционеров, близких к властным кругам. Впоследствии это обстоятельство способствовало запрету коротких продаж и законодательному исключению Ле Мэйра из состава акционеров VOC.

4. Попытки государственных органов осуществлять регулирование рынка ценных бумаг посредством издания запретительных нормативно-правовых актов.

В XVII веке восприятие торговли на фондовом рынке со стороны руководства Нидерландов было достаточно

настороженным. Однако вместо того, чтобы установить определенные правила осуществления операций на рынке ценных бумаг, органы власти, рассматривая отдельные сделки в качестве проявлений безнравственных азартных игр[103], вводили на них запреты.

Необходимо выделить следующие *нормативные акты, затронувшие отношения на рынке ценных бумаг:*

– Эдикт от 27 февраля 1610 года.

Согласно ему были запрещены короткие продажи, особо оговаривался запрет на сделки с акциями, не находившимися во владении у продавца на момент заключения договора. Фьючерсные сделки допускались лишь в случае, если продавец владел ими на момент заключения сделки. Устанавливался предельный срок на передачу акций по договорам купли-продажи – один месяц[104].

– Эдикт 1621 года.

В связи с размещением акций вновь созданной Голландской Вест-Индской компании (GWC) государство попыталось напомнить участникам рынка о существующих запретах в отношении совершаемых на фондовом рынке сделок. Принятый нормативный акт содержат запрет на совершение сделок с акциями, которые не находились во владении продавца на момент заключения договора. При этом покупатель мог в судебном порядке потребовать расторжения договора[105].

– Эдикты 1630 и 1636 годов.

Данные нормативные акты, утвержденные во время руководства страной губернатора *(stadhouder)* Генри Фредерика, уточняли отдельные положения принятых ранее эдиктов, запрещавших сделки на фондовом рынке, устанавливали особенности признания недействительными сделок, заключенных при условии отсутствия у продавца акций. Именно тогда появилось выражение «апеллировать к Фредерику», означавшее отказ покупателя ценных бумаг от исполнения принятых на себя обязательств[106].

Несмотря на имевшиеся запреты, участники фондового рынка игнорировали требования законодательства. Санкционированные государством меры практически никак не влияли на деятельность участников торгов[107]. Устанавливаемые ограничения не соответствовали сложившимся отношениям на фондовом рынке и не находили понимания среди его участников, к тому же государственные органы не были готовы применять карательные меры к нарушителям запретов.

5. Система защиты прав участников рынка включала в себя как судебные, так и внесудебные формы.

Как отмечает Людвиг Петрам[108], в первые годы функционирования Амстердамской фондовой биржи (вплоть до 1640-х годов) было зафиксировано достаточное количество судебных исков, касающихся оборота акций. Из-за отсутствия детального правового регулирования рынка ценных бумаг его участники пытались определить меру дозволенного поведения путем предъявления исков в различные судебные инстанции[109]. Впоследствии число судебных процессов значительно снизилось, что, очевидно, связано с обнародованием Судом Голландии (апелляционная инстанция) своей позиции по наиболее важным делам, связанным с фондовым рынком.

Участники рынка были вынуждены искать выход из сложившейся ситуации с запретом совершения сделок с акциями, не принадлежавшими им на момент заключения договора. Участники споров, возникавших из подобных сделок, не могли рассчитывать на судебную защиту, ведь они провозглашались судами недействительными. Это привело к необходимости *создания альтернативных механизмов разрешения конфликтов на рынке ценных бумаг.*

Одним из способов разрешения подобных конфликтов стало появление особых торговых клубов (*collegies*), которые специально создавались единоличными или коллегиальными органами для совершения сделок с ценными бумагами (например, клуб Collegie vande Actionisten). В качестве санкций применялись как штрафы, так и запрет на участие в торговых сессиях клуба[110].

Таким образом, именно в Голландии происходит возникновение фондового рынка, характеризующегося наличием большого разнообразия объектов инвестирования, определенной инфраструктуры (в том числе отдельное здание биржи), высоким уровнем развития отношений между участниками рынка.

Зарождение фондового рынка и появление нормативной основы его функционирования.

Зарождение фондового рынка.
Возникновении своеобразных вексельных бирж в Италии. Обращение ценных бумаг носило стихийный и неорганизованный характер. Отсутствие законодательного урегулирования.
Появление первой фондовой биржи.
Биржа Антверпена становится финансовым центром Европы. Здесь размещены государственные ценные бумаги Англии, Франции, Португалии, Испании
Создание Голландской Ост-Индской компании (VOC).
В отличие от современников, компания публично размещала свои акции, утвердила принцип свободного отчуждения собственниками принадлежавших им акций.
Эдикты 1630 и 1636 гг. (Нидерланды)
Уточняли отдельные положения принятых ранее эдиктов, запрещавшие сделки на фондовом рынке, устанавливали особенности признания недействительными сделок, заключенных при условии отсутствия у продавца акций.
XIII
XVI
1531
1550
1602
1610
1621
1622
1630-1636
Дефолт Испании и Франции.
Привел к возникновению одного из первых кризисов на европейских финансовых рынках. Это привело и к банкротству многих торговых домов, игравших на антверпенской бирже.
Эдикт 1610 года, (Нидерланды).
Запрет на совершение сделок с акциями, которые не находились во владении продавца на момент заключения договора. Устанавлен предельный срок на передачу акций.
Начало обращения акций новой Вест-Индской компании (Нидерланды).
Фондовый рынок в Нидерландах.
Активное развиватие торговли долговыми обязательствами в европейских странах. Первые облигации начинают выпускаться нидерландским правительством, отдельными городами, а также португальским и английским королем.
Эдикт 1621 года. (Нидерланды)
Во многом повторял эдикт 1610 г., связан с организацией новой компании.

2.2. Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках

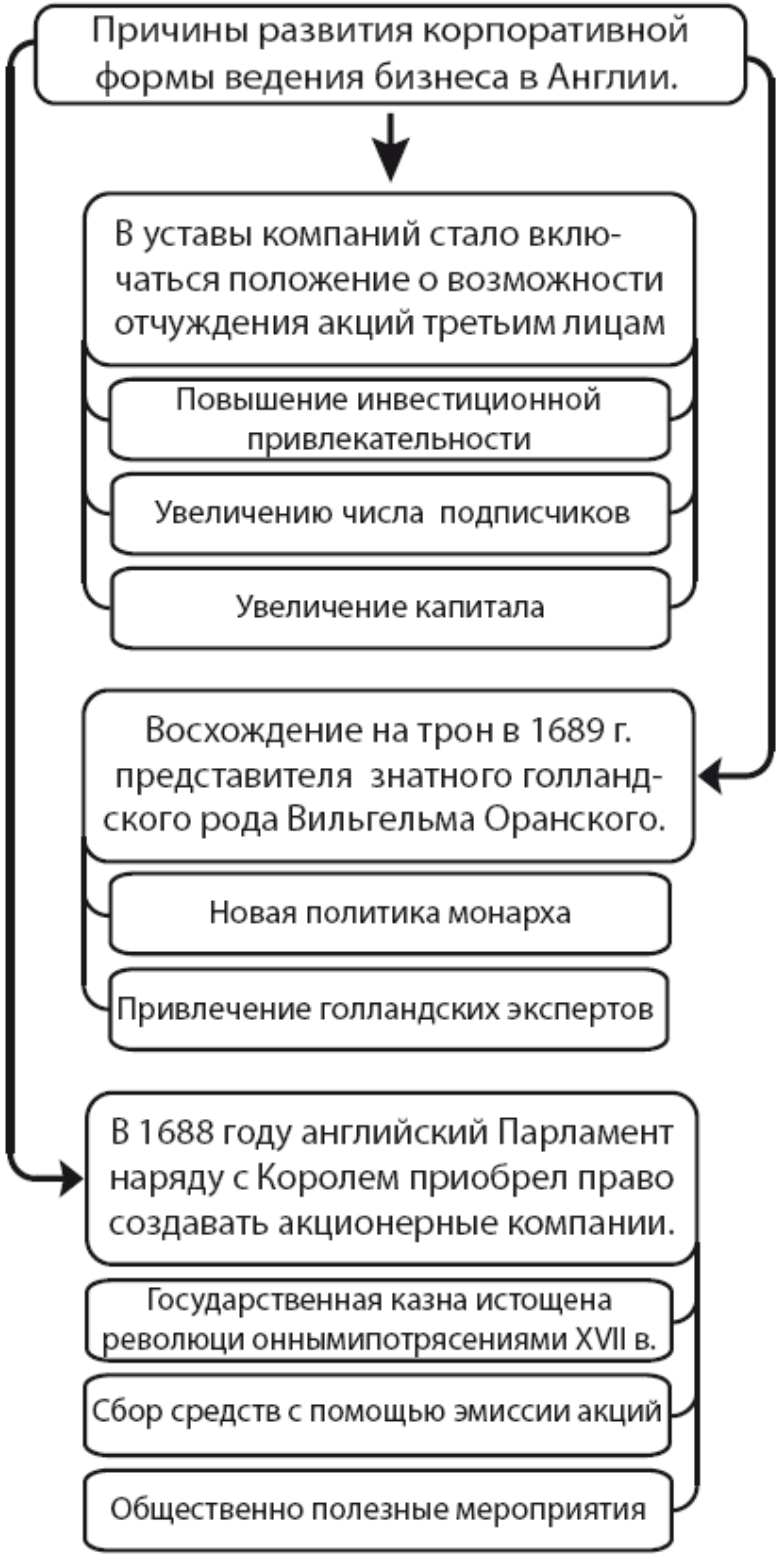
> *Бесполезность этих законов (о запрете срочных сделок), по справедливому замечанию проф. Гаттенбергера, ясно свидетельствует, что никакие законы не могут иметь значения, если противоречат действительности, и что никакое правительство не в состоянии переделать общественных явлений, если эти явления коренятся в глубине общественной организации.*
>
> *Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры, 1879*

В XVIII веке в Европе постепенно начинают развиваться иные торговые площадки, помимо Амстердама, например, в Лондоне.

В Англии корпоративная форма получила развитие вместе с созданием на основе Королевской Хартии в 1600 году Английской Ост-Индской компании (EIC). Как отмечает Рон Харрис, вновь созданная компания, помимо статуса отдельного юридического лица, приобрела возможность выступать истцом и ответчиком в суде, иметь в собственности и отчуждать земельные участки. Также компания обладала своей собственной печатью. Структура управления компанией состояла из *Управляющего (Governor), Общего Собрания (General Court) и Собрания Директоров (Court of Directors)*. Принцип ограниченной ответственности членов по обязательствам компании закреплен не был[111].

Немаловажная деталь: членами компании были не только купцы, но и иные лица, представлявшие различные слои общества (Лорд-Мэр, бакалейщики, нотариусы, скорняки и т. д.)[112].

Постепенно акционерные компании стали создаваться не только в сфере морской торговли, но и в иных отраслях, требовавших привлечения значительных денежных средств.


Причины развития корпоративной формы ведения бизнеса в Англии.
В уставы компаний стало включаться положение о возможности отчуждения акций третьим лицам
Повышение инвестиционной привлекательности
Увеличению числа подписчиков
Увеличение капитала
Восхождение на трон в 1689 г. представителя знатного голландского рода Вильгельма Оранского.
Новая политика монарха
Привлечение голландских экспертов
В 1688 году английский Парламент наряду с Королем приобрел право создавать акционерные компании.
Государственная казна истощена революци оннымипотрясениями XVII в.
Сбор средств с помощью эмиссии акций
Общественно полезные мероприятия

На **последующее развитие корпоративной формы ведения бизнеса** во многом повлияли три события.

Во-первых, *в уставы компаний стало включаться положение о возможности отчуждения акций третьим лицам,* что повышало их инвестиционную привлекательность и вело к значительному увеличению числа подписчиков и, следовательно, капитала компаний.

Во-вторых, как отмечает Филипп Липтон, *в 1688 году английский Парламент наряду с Королем приобрел право создавать акционерные компании.* Государственная казна, истощенная революционными потрясениями середины XVII века, не справлялась с финансированием публичных проектов, поэтому решение проблемы лежало в создании акционерных компаний, которые, предварительно собрав средства с помощью эмиссии акций, занимались строительством дорог, улучшением речной навигации и прочими общественно полезными мероприятиями[113].

В-третьих, скорее всего, *на дальнейшее развитие фондового рынка в Англии повлияло восхождение на трон в 1689 году представителя знатного голландского рода Вильгельма Оранского.* Очевидно, политика нового монарха и прибывшие вместе с ним голландские эксперты оказали позитивное влияние на развитие фондового рынка в Великобритании.

К концу XVII века английский фондовый рынок характеризовался следующими чертами:

1. Отсутствие единого нормативного регулирования (наличие разрозненных уставов корпораций, утверждаемых Королем или Парламентом, а также судебных прецедентов).

Ситуация с отсутствием единого регулирования вполне соответствовала общеевропейской практике, однако с учетом значения прецедентов в английской правовой системе именно им суждено было стать основным регулятивным механизмом фондового рынка.

2. Торговые площадки ценными бумагами складывались стихийно, вне биржевой системы.

Первоначально торговля ценными бумагами в Англии осуществлялась совместно с товарными активами в здании общей товарной Королевской биржи (Royal Exchange). Эта биржа была основана в 1567 году в Лондоне. В 1698 году торговцы покинули Royal Exchange и заняли свободные места на Change Alley и в расположенных в этом районе кофейнях.

3. *Постепенное расширение размещения акций среди неограниченного круга инвесторов.*

Дальнейшее развитие фондового рынка в Англии, как правило, связывают с первым широкомасштабным размещением акций – имеется в виду эмиссия, осуществленная в ходе создания Банка Англии в 1694 году[114]. Причина повышенного интереса к акциям банка заключалась в том, что средства, собранные в ходе размещения ценных бумаг, передавались государству под *8 %* годовых. Акции банка пользовались огромным спросом: средства инвестировали более полутора тысяч человек. Успех первоначального размещения акций среди неограниченного круга лиц привел к стремительному росту эмиссий других компаний и, следовательно, к развитию английского фондового рынка.

К концу 1695 года на рынке торговались не только государственные обязательства, но и акции более 150 частных корпораций (все ценные бумаги назывались stocks)[115].

4. *Концентрация активности на фондовом рынке преимущественно в Лондоне.*

В отличие от Голландии, где активную роль на фондовом рынке играли участники из различных регионов страны, в Англии торговля ценными бумагами концентрировалась в Лондоне. Наглядный пример: из 500 первоначальных подписчиков на акции Банка Англии около 450 проживало в Лондоне[116]!

5. *Использование в торговом обороте более сложных сделок, чем обычная купля-продажа ценных бумаг (например, срочные сделки).*

Постепенно в практике английских участников фондового рынка появились усложненные разновидности сделок, которые свидетельствовали о развитости отношений в рассматриваемой сфере.

6. *Появление к 1694 году на рынке ценных бумаг т. н. профессиональных участников.*

Развитие фондового рынка вело кусложнению протекавших на нем процессов. Для успешного инвестирования требовалось наличие специальных знаний. К концу XVII века уже выделяли следующие *группы профессиональных участников*[117]:

– стокброкеры (stockbrokers) совершали сделки на основании поручений клиента и за его счет;

– стокджобберы (stockjobbers) проводили сделки с ценными бумагами за свой счет (могли выступать и в качестве *стокброкеров)*.

Первая четверть XVIII века была отмечена грандиозным ростом фондового рынка в ряде европейских стран. Причем во многом этому способствовали правительства этих государств, трансформировавшие часть государственного долга в акции вновь созданных компаний, стараясь всеми силами спровоцировать

интерес к их акциям[118]. В частности, речь идет о французской Компании Миссисипи (la compagnie du Mississippi) и английской Компании Южных морей (the South Sea Company). После манипуляций с государственными обязательствами начался колоссальный рост рыночных котировок, который спровоцировал в результате падение курсовой стоимости акций в 1720 году, это привело к дестабилизации экономики и Англии, и Франции[119].

Возрастание роли фондовых рынков в экономической жизни Англии привело к принятию различных **нормативных актов, которые, как и в Голландии, ориентировались на запрет определенных отношений[120], а не на улучшение их регулирования.** Наиболее важными из принятых законов были следующие:

1. Закон Парламента 1697 года, ограничивающий количество брокеров и фондовых джобберов и регулирующий их деятельность[121].

Согласно этому нормативному акту[122] были введены следующие правила:

– ограничено число брокеров (не более 100);

– введено лицензирование деятельности брокеров;

– установлен запрет совершать сделки за свой счет;

– закреплен максимум вознаграждения брокеров;

– ограничен временной период между заключением сделки и ее исполнением – не более трех дней.

2. Закон о мыльных пузырях (Bubble Act) 1720 года[123].

Существуют различные точки зрения о причинах принятия этого закона[124]. Однако намного важнее выделить его *краеугольные положения,* затрагивавшие акционерные компании и фондовый рынок:

1) была запрещена продажа акций без предварительного создания компании на основании закона Парламента или Короны;

2) была запрещена продажа акций компаний, осуществлявших деятельность, выходившую за пределы той цели, ради достижения которой они создавались[125].

Несмотря на широкую мировую известность и суровые уголовно-правовые санкции в виде лишения свободы и конфискации имущества, Bubble Act практически не исполнялся. Как отмечает Арман Дюбуа (Armand DuBois), наоборот, ограничения этого Закона привели к росту числа акционерных компаний, создаваемых не на основе Королевского или Парламентского закона (unincorporated joint stock companies)[126]. Долгая процедура подготовки закона отпугивала предпринимателей от традиционных акционерных компаний,

заставляя обращаться к альтернативным вариантам, в частности, к unincorporated companies, которые создавались в форме партнерств (partnerships).

3. Закон Парламента 1721 года о сделках, заключенных до падения рынка.

Необходимость принятия данного нормативного акта была обусловлена большим числом срочных сделок, многие участники которых не владели акциями на момент заключения договора. В условиях обвального снижения котировок одна из сторон сделки оказывалась в крайне невыгодном положении.

> Покупатель, принимая на себя обязательство в июне 1720 года (цена 1 акции – 950£) купить 100 акций компании Южный морей в октябре по цене 1000 фунтов, был обязан выполнить данное условие даже, несмотря на то, что рыночная цена одной акции составляла 150£! Таким образом, в выигрыше оказывался продавец.

Закон, в частности, установил правило, согласно которому сделка признавалась ничтожной в случае, если на момент ее заключения или в течение шести дней после этого, продавец так и не стал собственником подлежащих продаже ценных бумаг.

4. Закон Сэра Джона Бернарда 1734 года[127].

После катастрофических для фондового рынка событий 1720 года в парламент поступало много законодательных инициатив в данной сфере. Именно данный нормативный акт преследовал цель по улучшению регулирования рынка ценных бумаг. Вот его основные положения [128]:

– запрет любых видов опционов (покупатель приобрел право требовать возврата денег, переданных продавцу, иначе на стороны сделки налагался штраф 500 £);

– запрет заключения договоров, предусматривающих выплату разницы курсовой стоимости ценных бумаг. В любом случае ценные бумаги должны действительно передаваться покупателю (иначе штраф 100£);

– запрет заключения договоров куп л и – п род аж и акций, если продавец не имел в наличии или не являлся их владельцем;

– брокеры были обязаны вести учет всех сделок, к которым они имели отношение.

Однако этот закон, как и многие другие запретительные акты, вторгавшиеся в сферу фондового рынка, *на практике не применялся.* В то же время его принятие повлияло на дальнейшее развитие рынка. В результате введенных запретов и возможности оспаривания незаконных сделок, **большую роль стала играть репутация профессиональных участников рынка. Как**

следствие, возникла потребность в соответствующих механизмах саморегулирования рынка, что позволяло бы осуществлять отсев недобросовестных участников рынка.

О том, что запреты законодательства игнорировались, красноречиво свидетельствует выступление члена парламента Альдермана Оливера (Alderman Oliver) в 1773 году. Это произошло во время обсуждения Парламентом вопроса о продлении действия Закона Бернарда. В частности, он сказал: «Торговля ценными бумагами дошла до такого предела, что джобберы встречают вас у каждой двери, желая знать, будете вы быком или медведем»[129].

5. Закон об ограничении голосования по акциям 1766 года.

На основании данного нормативного акта в целях ограничения спекуляций ценными бумагами покупатель приобретал право голоса по ним только по прошествии 6-ти месяцев с момента их приобретения.

Итак, политика государства по установлению запретительных мер на фондовом рынке продемонстрировала свою несостоятельность. Причем это характерно не только для Англии, но и для других европейских стран[130]. Как правильно отмечал проф. Гаттенбергер, применительно к запрету срочных сделок: бесполезность подобного законодательства ясно свидетельствует, что никакие законы не могут иметь значения, если противоречат действительности, и что никакое правительство не в состоянии переделать общественных явлений, если эти явления коренятся в глубине общественной организации[131].

Развитие правового регулирования фондового рынка в XVIII–XIX веках.

Возникновение Английской Ост-Индской компании.
Имела статус отдельного юридического лица, приобрела возможность выступать истцом и ответчиком в суде, иметь в собственности и отчуждать земельные участки. Имела свою собственную печать.

Создание Банка Англии .
Первое широкомасштабное размещение (эмиссия) акций.

Появление профессиональных участников на рынке ценных бумаг.
Тогда выделялись две категории профессиональных участников:

1) Стокброкеры (stockbrokers)- совершали на возмездной основе сделки на основании поручений клиента и за его счет;

2) Сток-джобберы (stock-jobbers)- совершали сделки с ценными бумагами за свой счет (могли выступать и в качестве стокброкеров).

Дестабилизация экономик Англии и Франции.
К ней привели манипуляции со стороны обоих государств с государственными обязательствами и рост рыночных котировок. Как итог - колоссальное падение курсовой стоимости своих акций

Закон Парламента 1697г. (Англия).
Закон был направлен на ограничение количества и ненадлежащей практике брокеров и фондовых джобберов. Было введено лицензирование брокерской деятельности, установлен максимум вознаграждения.

Рост фондовых рынков в европейских странах.
Этому способствовали правительства этих государств, трансформировавшие часть государственного долга в акции вновь созданных компаний, стараясь всеми силами спровоцировать интерес к их акциям:

1)Компании Миссисипи (Франция);
2)Компании Южных морей Англия.

Закон о мыльных пузырях (Bubble Act) (Англия).
Запрещал продажу акций без предварительного создания компании на основании закона Парламента или Короны; продажу акций компаний, осуществлявшими деятельность, выходящую за пределы той цели, ради достижения которой они создавались .

Закон об ограничении голосования по акциям (Англия).
Принят в связи с тем, что участились случаи спекуляции акциями. Теперь право голоса по акциям к покупателю переходило спустя 6 месяцев после приобретения.

Закон Сэра Джона Бернарда (Англия).
Закон принят в качестве меры реагирования на события 1720г. Содержал множество запретов (запрет опционов, выплат разницы валют), ввёл обязаность брокеров по учёту сделок.

Закон Парламента 1721г. "О сделках заключенных до падения рынка" (Англия).
Согласно закону, сделка признавалась ничтожной в случае, если на момент ее заключения или в течении шести дней после этого, продавец так и не стал собственником

2.3. Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX – начале XX века

> *…до 1914 отношения между национальными правительствами и биржами преимущественно отсутствовали. Однако в конечном итоге ситуация изменилась коренным образом: правительства стали широко контролировать рынок ценных бумаг посредством фондовых бирж.*
>
> *Steffano Battilossi, Jaime Reis State and Financial Systems in Europe and the USA. Historical Perspectives on Regulation and Supervision in the Nineteenth and Twentieth Centuries, 2010*

Рассматриваемый период напрямую связан с укреплением роли и значения бирж как ключевого элемента рынка. Именно *в это время во многих странах завершается организационное и юридическое обособление фондовых бирж* от товарных бирж и от неорганизованного «уличного рынка»[132]. Происходит упорядочивание правил и норм о деятельности данного института. Во многих странах осуществляется перебазирование бирж в новые здания с необходимой инфраструктурой для участников рынка[133].

В результате революционных событий во Франции и постоянных военных действий в континентальной Европе в начале XIX века значительно возвысился Лондон в мировой финансовой системе. Соответственно возросло и значение Лондонской фондовой биржи.

Представляется возможным выделить следующие *особенности развития фондовых бирж, а с ними и рынка ценных бумаг в XIX – начале XX века:*

1. Наличие различий в организации и регулировании фондовых бирж континентальной Европы, Великобритании и США.

Особенности регулирования бирж во многом зависели от юридических основ развития определенного государства. Например, в странах англосаксонского права (США, Англия)

наблюдалась большая свобода деятельности. Фондовые биржи создавались, прежде всего, по инициативе самих участников рынка[134], а не по государственной воле.

В странах континентальной Европы, наоборот, были сильны традиции по четкой регламентации деятельности бирж нормативными актами и вмешательству государства в их деятельность[135].

По мнению некоторых исследователей, подобная политика вела к возникновению альтернативных площадок для осуществления торговли на рынке ценных бумаг, так как условия, установленные на официальных биржах (плата за участие в торгах, размер комиссии за сделки), не устраивали многих участников[136].

> Правовая система, а также особенности возникновения и дальнейшего развития фондового рынка накладывали свой отпечаток и на организацию биржевых институтов. Например, правовой статус фондовых бирж в США был крайне не определен. Они даже не обладали статусом юридического лица. Исследователями и в судебной практике XIX – начала XX веков отмечалось, что они имели схожие черты как с корпорациями, так и с партнерствами[137].
>
> В связи с неопределенностью юридического статуса бирж в США их членами было принято решение (NYSE в 1863 году, а затем фондовой биржей в Сан-Франциско) создавать специальные юридические лица, которые становились бы владельцами недвижимого имущества, необходимого для функционирования бирж[138].

Таким образом, *именно в XIX веке наиболее серьезно проявилось различие в особенностях регулирования*[139] *и внутренней организации институтов фондового рынка, что наряду с прочими факторами способствовало формированию различных моделей фондового рынка.*

2. Отсутствие единого нормативного акта, регламентирующего все основные сферы деятельности фондовых бирж.

Как уже отмечалось выше, в США и Великобритании фондовые биржи действовали на базе принципов саморегулирования, и государство не вмешивалось во внутреннюю организацию их деятельности. Однако и в европейских странах не везде наблюдалось единство подходов к нормативному регулированию фондовых бирж.

По оценкам отдельных исследователей, к концу XIX века

существовало только два государства, в которых действовали законы, регулирующие все стороны функционирования бирж: Австрия и Германия. В этой связи особо выделяют Имперский закон Германии от 22 июня 1896 года «О бирже» [140].

В рассматриваемый период возрастает **значение обычаев делового оборота,** формирующихся на фондовых рынках. Причем это характерно для различных государств, как отличающихся наличием единых нормативных актов о фондовых биржах, так и не имеющих таковых. Например, в США в середине XIX века довольно бурно обсуждался вопрос о том, стоит ли признавать подобные обычаи (customs), распространенные среди участников рынка, в качестве источника права[141]. Только к 1860 году в Нью-Йорке суды стали приравнивать к закону обычаи делового оборота, сложившиеся на фондовом рынке[142]. Если обратиться к германскому опыту, то можно обнаружить[143], что у каждой биржи имелись самостоятельно выработанные правила, по своей сути являющиеся нормами обычного торгового права[144].

Особый интерес представляет **германский опыт правового регулирования фондовых бирж.** Упомянутый закон о бирже появился как результат анализа сложившихся отношений в сфере фондового рынка, обобщения пожеланий экспертного сообщества и практикующих работников. Данный анализ был проведен специально созданной в 1891 году Имперской Комиссией. Результатом ее работы стал подробный отчет, на основе которого и был составлен законопроект[145]. Следует отметить, что, по мнению Dr. O. Stillich, жесткое государственное регулирование государством сферы биржевой торговли в Германии было вызвано целым рядом случаев манипулирования ценами на товарных рынках (пшеница, кофе, сахар) и рынке ценных бумаг (растрата банкирами ценных бумаг, отданных на хранение)[146].

Согласно требованиям закона, немецкие биржи действовали на основании специальных уставов, отличавшихся особой многоступенчатой процедурой принятия. На первом этапе происходило принятие устава со стороны органа, являющегося контрольным по отношению к бирже: в Пруссии это торговая плата, в саксонских городах (Лейпциг, Дрезден) – сами советы бирж. На втором этапе происходило утверждение устава местным правительством.

Биржевые уставы регулировали вопросы управления, виды операций, совершаемых на бирже, также определяли перечень активов, допускаемых к обращению на бирже: монеты, векселя, иные ценные бумаги.

Органы биржи разделялись на две группы:

1) органы правительства:

– биржевой совет (Börsenausschuss);

– наблюдательные инстанции (правительства и торговые палаты);

– правительственный комиссар.

2) органы биржи:

– правление биржи (Börsenvorstand);

– комитет по допущению бумаг к котировке (Zulassungsstelle);

– курсовые маклеры и палаты маклеров (Kursmakler и Maklerkammern);

– суд чести (Ehrengericht);

– третейский суд (Schiedsgericht).

3. Усиление влияния государства на рынок ценных бумаг.

Государство не только продолжает оставаться активным эмитентом на фондовом рынке, активизируя выпуск ценных бумаг в случае необходимости финансирования военных кампаний, но и предпринимает попытки усилить государственный контроль на фондовом рынке.

Известно, что именно публичные образования оказывали серьезное влияние на развитие торговли на фондовых биржах, несмотря на то, что доля корпораций в общем объеме эмитируемых ценных бумаг постепенно возрастала[147]. Активное участие на фондовом рынке начинают играть и муниципальные образования.

Например, в США особое значение для экономики страны приобрели т. н. муниципальные облигации (municipal bonds)[148]. Бурное использование данных ценных бумаг местными органами власти началось после окончания Гражданской Войны 1861–1865 годов. При этом руководство многих территорий (особенно западных) инициировало эмиссию муниципальных облигаций с многочисленными нарушениями, что выражалось в превышении размера выпуска над активами муниципального образования, неопределенности целей выпуска и т. п. Из-за специфики правовой системы в США (прецедентное право, особенности местного самоуправления) на практике

остро вставали различные вопросы. В частности, означает ли право муниципального образования осуществлять определенные полномочия (например, строительство объектов городской инфраструктуры) наличие у него специального права на выпуск облигаций[149]?

Кроме этого, в рассматриваемый период во многих странах государственные органы начинают активнее вмешиваться в процессы, происходящие на фондовом рынке, так как их роль в экономике значительно возрастает. Существует точка зрения, что даже принятие нового немецкого законодательства о бирже было вызвано во многом стремлением правительства улучшить условия для осуществления государственных займов на рынке ценных бумаг[150].

4. Рост числа ценных бумаг, выпускаемых корпорациями в большинстве развитых стран, сопровождался отменой разрешительной системы создания компаний.

Значительное влияние на развитие акционерных компаний в Европе оказала тенденция замены разрешительной системы создания компаний на явочную, наметившаяся в середине XIX столетия. Например, в Англии это произошло в 1844-м году, во Франции – в 1867-м, в Германии – в 1870-м.

Таким образом, *в конце XIX века в Европе утвердилась принципиально иная система создания акционерных обществ.* Для этого не требовалось особого разрешения правительства или монарха, достаточно было принять устав компании, разработанный в соответствии с законом, и предоставить его в **учреждение регистратуры,** действующее при одном из центральных правительственных учреждений. В Англии при департаменте торговли, в Пруссии при министерстве торговли, во Франции при коммерческом суде. Правительственное разрешение требовалось только в Италии и России[151].

5. Увеличение числа фондовых бирж, а также иных торговых площадок.

Рост числа акционерных компаний, непрекращающаяся эмиссионная активность государства на рынке ценных бумаг и увеличение числа инвесторов вело к созданию большого количества фондовых бирж. Данная тенденция наблюдалась во многих развитых странах. Например, в США во время гражданской войны происходит резкий рост оборотов на бирже из-за повышения государственных заимствований. При этом в Нью-Йорке происходит увеличение числа фондовых бирж в связи с отказом администрации Нью-Йоркской фондовой биржи

принимать в свой состав новых членов. В 1869 году происходит объединение NYSE[152] и новой биржи The open board of brokers. В результате этого происходит серьезное изменение организационных основ биржи: полномочия по управлению и принятию правил осуществления биржевой торговли перешло от общего собрания членов биржи к особому выборному комитету[153].

В Великобритании также был отмечен рост операций на региональных фондовых биржах, например, в Манчестере, Глазго и в Эдинбурге. При этом число таких бирж выросло с 11 в 1882 году до 22 в 1914[154].

Фондовые биржи появляются в целом ряде европейских стран, прежде не принимавших активное участие в развитии рынка ценных бумаг. Например, в Швейцарии[155] биржи возникают в Женеве (1850), Цюрихе (1875) и в Базеле (1876).

> Помимо официальных бирж, во всем мире действовали неофициальные или «негласные биржи» (Winkelbörse)[156]. Они были необходимы для того, чтобы завершить сделки, начатые на биржах и прерванные в связи с ограниченным временем их работы. Например, в конце XIX века в Париже такая торговая площадка была расположена в ресторане «Tortonia», другая в Пассаж du Panorama, в Амстердаме – под названием Effectensocietät, в Гамбурге – Börsenhalle. Во избежание манипулирования курсовой стоимостью ценных бумаг государство боролось с негласными биржами, их деятельность, как правило, запрещалась.

Резкому увеличению числа фондовых бирж способствовало и развитие науки и техники. Именно изобретение и внедрение в деловую практику **телеграфной связи** способствовало расширению географии сделок с ценными бумагами, снижало информационный дисбаланс между биржами, находившимися в столицах и регионах[157].

Влияние Первой мировой войны на развитие фондового рынка велико, так как она подразумевала высокие расходы на ведение боевых действий. Данное обстоятельство было обусловлено как масштабами самой военной кампании, так и ее затяжным характером. В то же время в связи с ограниченностью возможностей получения финансовых средств на внешних рынках[158] происходит резкое увеличение объемов государственных заимствований на внутренних фондовых рынках.

В большинстве воюющих стран происходит

широкомасштабная эмиссия государственных ценных бумаг. Основная особенность размещения государственных облигаций состояла в том, что этот процесс сопровождался патриотической пропагандой, при этом ценные бумаги, прежде всего, распространялись на внутреннем рынке и были направлены не только на организации и крупных капиталистов, но и на обычных граждан[159].

Например, **Германия** при помощи внутренних займов сумела покрыть свыше двух третей своих военных расходов[160]. Но особенно интересен порядок осуществления заимствования на рынке[161], которое происходило в двух формах: **краткосрочной и долгосрочной.** Краткосрочный заем в виде выпуска обязательств государственного казначейства был рассчитан на кредитные учреждения и на крупных капиталистов. Величина займа – 1 миллиард марок, обязательства были разбиты на 5 серий, которые подлежали погашению в период с 10 октября 1918 по 1 октября 1920 года каждые полгода, причем погашение должно было производиться отдельными сериями посредством тиража. Долгосрочный заем был рассчитан на граждан, а также на учреждения, владеющие «крупным имуществом». Заем был процентный. По сравнению с иными государственными ценными бумагами этого периода процент был установлен довольно высокий – 5 %! Заем являлся бессрочным, но при этом казначейство имело право погашать его по истечении 10 лет. На заем была объявлена публичная подписка. В связи с тем, что общий размер займа был очень велик, первоначально государство решило не прибегать к помощи частных банков, размещение осуществлялось напрямую Имперским банком в своих 500 отделениях.

Одной из особенностей военных займов в **Великобритании**[162] **было большое разнообразие выпускаемых ценных бумаг.** В частности можно было выделить:

– военно-сберегательные свидетельства (War Saving Certificates), которые выпускались номиналом по 15 шиллингов в пенсов и погашались через 5 лет уплатой одного фунта стерлингов[163];

– военно-расходные свидетельства (War Expenditure Certificates) – двухлетние обязательства

государственного казначейства;

– краткосрочные обязательства (Treasury Bills) выпускались номиналом 1000, 5000 и 10 000 ф. ст., сроками на 3, в и 9 месяцев. Процент по этим ценным бумагам менялся в зависимости от условий денежного рынка;

– краткосрочные займы (Exchequer Bonds) выпускались с марта 1915 года сроком от 3 до 5 лет при условии 3 и 5 % годовых.

В **России** финансирование военных расходов также во многом обеспечивалось внутренними облигационными займами. Например, с 1914 по 1917 годы при помощи продажи государственных ценных бумаг было привлечено 11,5 миллиарда рублей. Активную роль в процессе эмиссии играли банки, размещавшие облигации за вознаграждение в 2 % среди своих клиентов[164].

Война оказала серьезное влияние и на усиление государственного регулирования рынка ценных бумаг. Благодаря развитию телеграфа и телефона к 1914 году фондовые рынки различных стран были очень сильно взаимосвязаны друг с другом. Объявление Австрией в конце июля 1914 года войны Сербии негативным образом отразилось на всех основных торговых площадках мира. По причине панических настроений участников торгов началось резкое снижение котировок практически всех ценных бумаг. Данная тенденция могла повлиять не только на участников фондовых рынков, но и на банки, в которых те кредитовались для биржевой игры (в том числе и под залог ценных бумаг). В свою очередь, это вело к катастрофическим последствиям: при цепной реакции на рынке (каждый отказ от исполнения обязательств провоцировал аналогичные отказы других участников и банков) под удар были поставлены как промышленные предприятия, так и экономика в целом.

Именно в связи с указанными выше опасениями и была закрыта **Лондонская фондовая биржа (LSE)** с 31 июля 1914 года[165]. Кроме того, первоначально британское правительство наложило мораторий на требования о выплате кредитов[166]. Торги на **Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE)**[167]были прекращены с 31 июля по 27 ноября 1914 года. Затем они возобновлялись с определенными ограничениями по ценовым колебаниям: с 28 ноября 1914 года было

разрешено торговать облигациями; с 12 декабря 1914 года – определенным кругом ценных бумаг; с 15 декабря 1914 года – всеми ценными бумагами. Все установленные ценовые ограничения были сняты 1 апреля 1915 года.

В России 16 июля 1914 года Совет фондового отдела Петроградской биржи принял решение о временном прекращении биржевых операций, а затем, 19 июля, и о полном закрытии биржи вплоть до особого распоряжения. В январе 1917 года состоялось открытие биржи, но она проработала лишь до марта этого же года и была закрыта в связи с событиями Февральской революции[168].

Что характерно, тенденция на усиление государственного контроля на фондовых рынках продолжала наблюдаться как во время самой войны, так и после ее окончания[169]. Последнее обстоятельство, очевидно, было вызвано необходимостью восстановления экономик стран, пострадавших от боевых действий. Например, в августе 1914 года в Испании был принят закон об установлении контроля Правительства над фондовым рынком, в 1918 году полномочия были расширены. В 1919 году в Дании на нормативном уровне был установлен контроль правительства над Копенгагенской фондовой биржей. Меры государственного контроля были направлены и на недопущение размещения иностранных ценных бумаг на местных фондовых биржах. Ведь средства инвесторов, приобретавших иностранные активы, фактически финансировали восстановление зарубежных экономик.

Формирование и дальнейшее функционирование фондового рынка сопровождалось усложнением правового регулирования возникавших в его рамках отношений. Первоначально государственные органы предпринимали попытки воздействовать на рынок путем запретительных мер, однако они часто оказывались неэффективными. Именно поэтому, по мере развития рынка ценных бумаг и повышения его влияния на экономику, все большее значение стала приобретать необходимость создания стройной системы государственного регулирования фондового рынка. При этом к 20-м годам XX века[170] лишь немногие страны имели кодифицированные нормативные акты, посвященные регулированию отношений на рынке ценных бумаг. Отсутствовали и специальные органы государственной власти, основной сферой деятельности которых было осуществление государственного воздействия на фондовый

рынок.

Особенности правового регулирования фондового рынка в XIX– начале XX в.

Повышение роли Лондона в мировой финансовой системе.
Значение Лондонской фондовой биржи возросло благодаря революционным действиям во Франции и постоянных военных действий в континентальной Европе.
Основные тенденции Европы начала XIX вв..
Основная тенденция - замена разрешительной системы создания компаний на явочную. В Англии это произошло в 1844, во Франции – в 1867, в Германии- в 1870. Разумеется, это обусловило переход к новой системе регистрации и созданию регистратур.
Принятие Имперского закона Германии.
Закон всесторонне регулировал функционирование бирж в стране. Немецкие биржи должны были действовать на основании специального устава, отличающихся особой многоступенчатой процедурой принятия.
Принятие закона Испании 1914.
Закон устанавливал контроль со стороны Правительства над фондовым рынком.
XIX начало
1840
1860
1861-1865
1869
1870
1876
1896
1914
1919
Обычаи делового оборота.
В Нью-Йорке суды стали приравнивать к закону обычаи делового оборота, сложившиеся на фондовом рынке.
Конец гражданской войны в США.
Огромное значение для экономики страны приобретают муниципальные облигации. В эти годы их особенно активно используют, часто эмиссия проходит с многочисленными нарушениями, что выражалось в превышении размера выпуска над активами муниципального образования, неопределенности целей выпуска и т.п.
Снижение котировок в Европе.
Объявление Австрией войны Сербии негативным образом отразилось на всех основных торговых площадках мира.
Объединение бирж.
Происходит объединение NYSE и новой биржи The open board of brokers. Происходят серьезные изменения организационных основ биржи: основные полномочия по управлению и принятию правил осуществления торговли перешли к особому выборному комитету
Принятие ограничительного закона в Дании.
На нормативном уровне был установлен контроль правительства над Копенгагенской фондовой биржей.

Краткие выводы

1. Возникновение и развитие рынка ценных бумаг напрямую связано с двумя явлениями Нового времени:

1) изменением долговой политики европейских государств, выразившемся в активном заимствовании денежных средств у широкого круга лиц посредством выпуска ценных бумаг;

2) развитие корпоративной формы ведения бизнеса (прежде всего, в акционерных обществах), что привело к широкомасштабным эмиссиям акций и облигаций, которые свободно обращались среди инвесторов.

2. Именно в Нидерландах происходит возникновение фондового рынка, характеризующегося наличием большого разнообразия объектов инвестирования, налаженной инфраструктуры (в том числе отдельное здание биржи), высоким уровнем развития отношений между участниками рынка.

3. Необходимо выделить следующие отличительные черты, присущие фондовому рынку Нидерландов XVII века:

– организация публичного размещения и обращения акций корпораций, создание вторичного рынка акций;

– выработка основных принципов размещения корпоративных ценных бумаг в рамках не только национального, но и зарубежного рынка;

– внедрение в деловую практику новых разновидностей совершаемых на рынке сделок с ценными бумагами;

– попытки государственных органов осуществлять регулирование рынка ценных бумаг посредством издания запретительных нормативно-правовых актов.

4. В XVIII веке в Европе постепенно начинают развиваться иные торговые площадки, помимо Амстердама, например, в Лондоне.

5. К концу XVII века английский фондовый рынок характеризовался следующими чертами:

– отсутствие единого нормативного регулирования (наличие разрозненных уставов корпораций, утверждаемых Королем или Парламентом, а также судебных прецедентов);

– торговые площадки ценными бумагами складывались стихийно, вне биржевой системы;

– постепенное расширение размещения акций среди неограниченного круга инвесторов;

– концентрация активности на фондовом рынке преимущественно в Лондоне;

– использование в торговом обороте более сложных сделок,

чем обычная купля-продажа ценных бумаг (например, срочные сделки);

– появление к 1694 году на рынке ценных бумаг т. н. профессиональных участников.

6. Возрастание роли фондовых рынков в экономической жизни Англии привело к принятию различных нормативных актов, которые, как и в Голландии, ориентировались на запрет определенных отношений, а не на улучшение их регулирован гы:

– Закон Парламента 1697 года, ограничивающий количество брокеров и фондовых джобберов и регулирующий их деятельность;

– Закон о мыльных пузырях (Bubble Act) 1720 года;

– Закон Парламента 1721 года о сделках, заключенных до падения рынка;

– Закон Сэра Джона Бернарда 1734 года;

– Закон об ограничении голосования по акциям 1766 года.

7. Период с конца XIX – начата XX века напрямую связан с укреплением роли и значения бирж как ключевого элемента рынка. Именно в это время во многих странах завершается организационное и юридическое обособление фондовых бирж от товарных бирж и от неорганизованного «уличного рынка». Происходит упорядочивание правил и норм о деятельности данного института. Во многих странах осуществляется перебазирование бирж в новые здания с необходимой инфраструктурой для участников рынка.

8. Представляется возможным выделить следующие особенности развития фондовых бирж, а с ними и рынка ценных бумаг в XIX – начале XX веков:

– различия в организации и регулировании фондовых бирж континентальной Европы, Великобритании и США;

– отсутствие единого нормативного акта, регламентирующего все основные сферы деятельности фондовых бирж;

– усиление влияния государства на рынок ценных бумаг;

– рост числа ценных бумаг, выпускаемых корпорациями в большинстве развитых стран, который сопровождался отменой разрешительной системы создания компаний;

– увеличение количества фондовых бирж, а также иных торговых площадок.

9. Влияние Первой мировой войны на развитие фондового рынка велико: происходит резкое увеличение объемов государственных заимствований на внутренних фондовых рынках, а также усиливается государственное регулирование рынка.

Контрольные вопросы

1. В каком европейском государстве в XVI веке началось активное развитие рынка ценных бумаг?
2. Назовите отличительные черты, присущие фондовому рынку Нидерландов в XVII веке.
3. Какие основные сделки совершались на Амстердамской фондовой бирже в XVII веке?
4. Назовите нормативные акты, затронувшие отношения на рынке ценных бумаг, принятые в Нидерландах в XVII веке. Чем было вызвано их принятие?
5. Что стало одной из основных причин создания альтернативных механизмов разрешения конфликтов на рынке ценных бумаг Нидерландов в XVII веке?
6. Дайте характеристику английскому фондовому рынку XVII века.
7. Какие нормативные акты регулировали отношения, возникавшие на фондовом рынке в Англии в XVII–XVIII веках?
8. Как вы думаете, в чем причины игнорирования участниками рынка запретов, установленных английским законодательством в сфере фондового рынка?
9. Назовите особенности развития фондовых бирж, а с ними и рынка ценных бумаг в XIX – начале XX века.
10. В чем отличие регулирования бирж в Англии и США от стран континентальной Европы?
11. Каковы особенности правового регулирования фондовых бирж в Германии в конце XIX – начале XX века?
12. В чем проявилось влияние Первой мировой войны на государственное регулирование фондового рынка?

Основная литература

Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. – Cambridge, 1998. – 340p.

DuBois A. B. The English Business Company After the Bubble Act, 1720–1800. – repr. – London: Octagon Books, 1971. – 522 p.

Garber P. M. Famous first bubbles: the fundamentals of early manias. -The MIT Press: 2000,– 175 p.

Gibson G. R. The stock exchanges of London, Paris, and New York: a comparison. – N. Y: G. R Putnam, 1889. – 125 p.

Harris R. The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution [Electronic resource], – 2006. – 59 p. – URL: http:// ssrn.com/abstract=874406.

Jan de Vries, A. M. van der Woude. The First Modern Economy: Success, Failure,and Perseveranceofthe Dutch Economy,1500–1815.- Cambridge university press, 1997. – 767p.

Petram L. O.The world's first stock exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602–1700 [Electronic resource], – diss. – 2011. – 221 p. – URLhttp:// dare.uva.nl/document/201694.

Lipton R The Evolution of the Joint Stock Company to 1800: A Study of Institutional Change [Electronic resource]/Monash Univ. Dep. of Business Law & Taxation // Monash Univ. Dep. of Business Law & Taxation Legal Studies Research Paper Ser. – No. 19. – 2009. – 37p. – URL: http://ssrn. com/abstract=1413502.

Michie R. C. The global securities market: A history. – Oxford University Press, 2007,– 412 p.

Michie R. C. The London Stock Exchange: A History. – Oxford University Press, 2000. – 688 p.

Stringham E. The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam [Electronic resource]//Quarterly Review of Economics and Finance. – Vol.43. – No. 2. – 2003. – 24p. - URL: http://ssrn.com/abstract=1676251.

Банковая энциклопедия: в 2 т. Т. 2: Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржи и война/под общ. ред. проф. Л. Н. Яснопольского. – Киев: Изд-во Банк, энцикл., 1917. – 412 с.

Военные займы [Сб. статей]/под общ. ред. М. И. Туган-Барановского. – Петроград, 1917– 196 с.

История развития зарубежного и российского корпоративного законодательства // Корпоративное право: учебник/отв. ред. И. С. Шиткина. – М.: КноРус, 2011. – 1120с. – Гл. 2.

Дополнительная литература

Burhans J. A. The Law of municipal bonds Chicago. – Chicago New York, S. A. Kean & Co., 1889. – 342 p.

Burhop C,Chambers D.,Cheffins B. Is Regulation Essentialto Stock Market Development? Going Public in London and Berlin, 1900–1913 [Electronic resource]/MPI Collective Goods Preprint. – No. 2011/15. – URL: http:// ssrn.com/abstract=1892784.

Cassis Y. Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres, 1780–2009. – Cambridge University Press, 2010. – 408 p. Cheffins B. R. Corporate ownership and control. British business transformed. – Oxford University Press, 2010. – 423 p.

Cobbett W, Hansard T. C. The Parliamentary history of England from the earliest period to the year 1803. – London, 1813.

Dariusz W.The Global Stock Market: Issuers, Investors, and Intermediaries in an Uneven World. – N.Y., 2011. – 220p.

Emery H. Crosby Speculation on the stock and produce exchange of the United States. – N.Y., Columbia University, 1896. – 230p.

Homer S., Sylla R. A history of interest rates. – New Jersey: Wiley, 2005. -736p.

Kelemen R. D. Eurolegalism: The Transformation of Law and Regulation in the European Union. – Harvard University Press, 2011. – 378 p.

Marchi N. de, Harrison RTrading in the wind and with guile: the troublesome matter of the short selling of shares in seventeenth century Holland/Higgling: transactors and their markets in the history of economics//ed. by Neil De Marchi, Mary S. Morgan Duke. – University press, 1994.

Вега, Ж. де ла. Путаница путаниц = Confusion de Confusiones [Электронный ресурс]/пер. Ю. Бондарева. – 1999. – URL: http:// tarranova. lib.ru./authors/b/bondarev/part2.txt.

Гаттенбергер К. К.Законодательство и биржевая спекуляция. – Харьков, 1872.– 255 с.

Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. – СПб., 1879. – 211с.

Глава 3
История правового регулирования рынка ценных бумаг в России

… всем известно, что наши люди ни во что сами не пойдут, ежели не приневолены будут…

Из Указа Петра Великого об учреждении компании для торговли с Испанией, 1724 год

До сих пор не было, да и едва ли может быть такая сила, которая могла бы побороть и уничтожить биржу, это равнозначительно уничтожению корысти, эгоизма человеческой природы.

Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже (ее причины и последствия), 1897 год

1. Дореволюционный период правового регулирования рынка ценных бумаг.

2. Особенности законодательства о рынке ценных бумаг в советской и новой России.

3. Законодательство о рынке ценных бумаг в новой России.

3.1. Дореволюционный период правового регулирования рынка ценных бумаг

В отличие от зарубежных стран, в России формирование фондового рынка происходило довольно медленно. Во многом это было связано как с общей неразвитостью многих экономических институтов (банков, страховых компаний ит. д.), так и с отсутствием потребности у представителей купеческого сословия совершать сделки с ценными бумагами. Государство периодически прилагало определенные усилия для формирования основ рынка ценных бумаг, однако серьезного воздействия на ситуацию это не оказало.

В качестве наиболее значимых мер, предпринятых руководством страны, можно выделить следующие:

1. Учреждение биржи в Санкт-Петербурге в 1703 году.

В этом шаге очевидно стремление Петра I обеспечить функционирование российского рынка ценных бумаг (товарного рынка) путем создания объектов инфраструктуры. На основании указаний монарха не только учреждается новый институт, но и осуществляется строительство специального здания[171]. Правда, при этом не было учтено, что, исходя из мирового опыта, сначала происходит формирование отношений в определенной области и лишь после этого происходит создание инфраструктуры[172].

2. Формирование основ законодательного регулирования биржевой деятельности.

16 января 1721 года был принят Регламент или Устав главного магистрата. Деятельность бирж регламентировалась главами XVIII «О биржах или о схожих местах» и XIX «О маклерах или о торговых сводчиках»[173]. В главе XVIII повелевалось «по примеру иностранных купеческих городов, построить биржи, в которые в сходилися торговые (люди) граждане для своих торгов и постановления векселей». Несколько лет спустя Указом Петра II от 16 мая 1729 года[174] был принят Устав Вексельный, заложивший основы правового регулирования отношений по выдачи и обороту векселей, распространенных в европейском деловом мире.

3. Стимулирование создания корпоративных организаций, осуществляющих предпринимательскую деятельность.

В эпоху Петровских преобразований проблема организации предпринимательской деятельности по новому образцу стала всерьез обсуждаться на официальном уровне. Именно в этот период появляется **первый нормативно-правовой акт,**

затронувший сферу корпоративных взаимоотношений. Речь вдет об Указе Петра I от 27 октября 1699 года[175], который должен был подвигнуть российское купечество на создание торговых компаний. Никаких значительных последствий данный указ не имел, как отмечал голландский путешественник в одном из своих писем: «дело это пало само собой»[176].

Было бы неверным утверждать, что в Петровскую эпоху больше не предпринималось попыток развить корпоративные формы осуществления предпринимательской деятельности. В частности, можно выделить два Указа: один был посвящен созданию компании китовой ловли (от 8 ноября 1723 года)[177], а другой – компании, учреждаемой для торговли с Испанией (от 4 августа 1724 года)[178]. Примечателен текст второго Указа, в частности, в п. 3 говорилось, что при внесении паев (то есть формировании капитала компании) в качестве примера следует брать Ост-Индскую компанию. Кроме того, для успеха предприятия государство выделяло создаваемой компании корабли, матросов и денежные средства. Однако даже помощь властных структур не помогла компании: успеха она не имела[179].

> О попытках создать первые компании, основанные на членстве, многое может сказать следующая выдержка из Указа о создании компании для торговли с Испанией:
>
> «Собрать компанию из торговых людей, которые в оное управляли <…>, **но понеже всем известно, что наши люди ни во что сами не пойдут, ежели не приневолены будут:** того ради Коммерц-Коллегия для сей новости дирекцию над сим и **управление должна иметь, как мать над дитятем** во всем, пока в совершенство придет».

Итак, указанные выше меры не оказали влияния на развитие биржевой торговли в России. Участники предпринимательской деятельности еще не были готовы ни к восприятию корпоративной формы ведения бизнеса, ни к использованию в деловом обороте финансовых инструментов.

Несмотря на отсутствие развития в XVIII веке внутренних финансовых институтов, *российское государство активно размещало на зарубежных торговых площадках долговые ценные бумаги.*

С 1769 по 1793 годы в Голландии были размещены облигации государственных займов России на общую сумму 92,9 млн гульденов[180]. Однако на отечественной бирже по указанным выше причинам данные ценные бумаги не

обращались.

Самое первое размещение было произведено на основании Высочайшего рескрипта[181] о выпуске первого русского займа в размере 7 500000 голландских гульденов через Амстердамских банкиров де-Смет. В качестве обеспечения по займу, помимо прочего, выступил залог эстляндских и лифляндских пошлин за привозимые и отвозимые товары городов Риги, Пернова, Ревеля и Нарвы.

Представляется возможным выделить некоторые особенности этого выпуска:

1) русское правительство выдало от своего имени обязательства на имя банкиров-посредников облигациями стоимостью 500 гульденов;

2) банкиры от своего имени выпускали в обращение облигации на небольшие суммы (100 гульденов) с купонами на получение процентов;

3) проводилось предоставление и засвидетельствование каждой облигации выпуска у находящегося в Гааге русского министра в присутствии присяжного нотариуса.

Как отмечает Ю. П. Голицын, необходимость использования такой довольно сложной схемы размещения займа была обусловлена несколькими причинами, к которым можно отнести отсутствие взаимосвязи российского и зарубежного финансовых рынков, слабую информированность иностранных кредиторов о финансовом и экономическом состоянии России, а следовательно, и низкий уровень доверия к России как заемщику[182].

Однако итоги займа нельзя было назвать успешным. В частности, вместо 7,5 млн гульденов в первый год размещения было реализовано ценных бумаг на 4 млн, хотя впоследствии и удалось продать облигаций еще на 1,5 млн гульденов. Вот почему Высочайшим рескриптом 23 августа 1770 года был инициирован дополнительный заем, но уже в Италии. Порядок его осуществления был аналогичен голландскому[183].

Разумеется, на формирование отечественного рынка ценных бумаг оказало воздействие и постепенное создание во второй половине XVIII века первых отечественных акционерных компаний. По мнению многих исследователей[184], первым акционерным обществом, созданным в России, была **Российская**

в Константинополь торгующая коммерческая компания[185], Указ о ее учреждении увидел свет 24 февраля 1757 года[186]. Что характерно, привлекаемый компанией капитал делился на акции, распределяемые среди учредителей и иных лиц, изъявлявших желание их приобрести[187]. В дальнейшем в России появилось еще несколько подобных компаний: Персидская торговая компания (1758) и Среднеазиатская компания (Торгующая в Хиву и Бухару компания) (1760). Несмотря на такое оживление в торговой сфере, в XVIII веке это так и не привело к формированию российского фондового рынка: количество совершаемых сделок с акциями было крайне ограничено.

Становление российского фондового рынка происходит только **в начале XIX века.** Прежде всего, это было связано с новыми попытками размещения государственных ценных бумаг (облигаций) на внутреннем рынке. Нормативной основой данного мероприятия выступ ил *Имен ной указ «О внутренних в Государстве займах»*[188].

Согласно этому указу ***порядок выпуска государственных облигаций*** характеризовался следующими особенностями:

1. Непосредственно продажей ценных бумаг инвесторам занимались купцы, определенные Государственным Казначейством (п. 2 Указа).

2. Не устанавливались ограничения по кругу лиц, выступающих в качестве инвесторов. Любой подданный Российской империи, равно как и иного государства, мог приобрести государственные ценные бумаги (п. 3 Указа).

3. Выпускаемые ценные бумаги делились на две группы (п. 4 и 5 Указа):

1) с обозначением срока погашения (от 5 до 10 лет);

2) без обозначения срока (то есть бессрочные).

4. Инвесторам выплачивалось 7 % от номинальной стоимости ценной бумаги (п. 10).

5. Фактически ценные бумаги выпускались без обеспечения, хотя в п. 16 Указа особо оговаривалось, что они «обеспечены гарантией и сильным ручательством Императорского <…> слова».

Несмотря на то, что государство установило довольно высокий процент, государственные бумаги первого внутреннего займа не пользовались популярностью у потенциальных инвесторов.

П.П.Мигулин выделял следующие причины неудачи первого размещения государственных ценных бумаг на внутреннем рынке России:

1) население привыкло размещать сбережения в

государственных кредитных организациях под *5 %* с правом выдачи вкладов **по первому требованию** (сохранные и ссудные казны Воспитательных домов, приказы общественного призрения и Заемный банк);

2) вложение средств в облигации государственного займа было сопряжено с целым рядом неудобств:

– выдача процентов осуществлялась исключительно в Петербурге;

– облигации подлежали биржевой оценке, следовательно, имелся риск последующего снижения их стоимости.

Несмотря на возникшие проблемы, позитивным итогом первого внутреннего выпуска государственных ценных бумаг стало формирование нормативной базы осуществления государственных заимствований на российском фондовом рынке и развитие самой инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Вместе с увеличением числа создаваемых акционерных компаний[189] и более активным выпуском государством ценных бумаг на внутреннем рынке в первой половине XIX века происходит становление дореволюционного фондового рынка России. Данный процесс сопровождайся **развитием биржевых институтов:** к Санкт-Петербургской и созданной в конце XVIII века Одесской добавляются Варшавская (1816) и Московская (1837) биржи.

Увеличение биржевой активности и отсутствие существенной поддержки государства способствовали развитию автономности бирж. Например, новое здание Санкт-Петербургской биржи, в котором она разместилась в 1816 году, требовало содержания, это привело к проведению собрания биржевых купцов, которые выбрали Комитет Санкт-Петербургской биржи [190]. Затем этот орган взял на себя решение уже иных вопросов, связанных с сферой биржевой торговли.

Долгое время в России практически отсутствовало нормативное регулирование биржевой деятельности. Однако бурное развитие торговли на фондовом рынке в 30-х годах XIX века привело к необходимости улучшения нормативной регламентации рынка ценных бумаг и установлению основ государственного надзора за этой сферой. Результатом чего стада разработка и принятие следующих нормативных актов:

– Высочайше утвержденное Положение о биржевых маклерах, гоф-маклерах, аукционистах, нотариусах, корабельных маклерах, диспашерах и о Биржевом комитете для надзора за благочинием биржевых собраний при Санкт-Петербургском Порте от 12 января 1831 года (далее Положение о биржевых маклерах)[191].

– Высочайше утвержденный Устав Санкт-Петербургской Биржи от 1832 года[192].

– Положение «О компаниях на акциях» от 6 декабря 1836 года (далее Положение о компаниях на акциях)[193].

Указанные выше акты были направлены на *урегулирование следующих вопросов, связанных с функционированием фондового рынка:*

– правовой статус лиц, обеспечивающих функционирование фондового рынка (маклеров, биржевых нотариусов и т. п.);

– особенности совершения сделок с ценными бумагами;

– управление деятельностью бирж;

– общие правила размещение ценных бумаг.

Заложенные основы регулирования рынка ценных бумаг преимущественно действовали вплоть до событий 1917 года.

Правовой статус лиц, обеспечивающих функционирование фондового рынка [194]

Центральным элементом организованного фондового рынка в рассматриваемый период выступали **биржевые маклеры.** По своей сути данные лица являлись «посредниками в торговых делах», которые на возмездной основе[195] принимали активное участие в совершении биржевых сделок с ценными бумагами[196].

Количество биржевых маклеров было строго фиксированным, претендент на это звание должен был ожидать освобождения соответствующей позиции. К кандидатам предъявлялись достаточно жесткие требования: российское подданство, возраст – 30 лет, наличие опыта хозяйственной деятельности (купец или управляющий), знание законодательства и т. д.

Законодатель установил многоступенчатую *процедуру получения звания биржевого маклера.* Она состояла из следующих этапов:

1) публичное объявление Департаментом внешней торговли Министерства финансов об открытии вакансии биржевого маклера;

2) подача претендентами заявки в Департамент внешней торговли с приложением доказательств своего соответствия предъявляемым к кандидатам требованиям;

3) выборы биржевого маклера посредством голосования купцов 1-й и 2-й гильдии;

4) сдача претендентом Биржевому комитету экзамена на владение законодательством и обладание иными знаниями, необходимыми биржевому инвестору;

5) утверждение биржевого маклера Департаментом внешней торговли и принесение присяги.

Основной сферой деятельности биржевых маклеров в

отношении ценных бумаг было оказание помощи участникам торгов в поиске контрагента (продавца или покупателя) и в подготовке совершения сделок. Как особо отмечал А. Г. Гусаков, биржевой маклер, действуя в интересах обеих сторон, всего лишь готовит сделку, но не заключает ее ни от своего имени, ни от имени поручителя[197].

Законодательно[198] закреплялись и особые **принципы поведения биржевых маклеров.** В частности, они должны были вести себя честно, беспристрастно («оказывать совершенное нелицеприятие»), сохранять тайну совершаемых сделок, предостерегать доверителя в случае наличия риска обмана или вреда и, в свою очередь, воздерживаться от исполнения поручений, направленных на совершение «подлога или обмана». Также маклерам запрещалось совершать биржевые сделки в своих интересах.

Кроме этого, маклеры были обязаны составлять и выдавать сторонам сделки особые маклерские записки[199], которые удостоверяли сам факт совершения сделки.

За нарушение установленных правил биржевые маклеры в первую очередь несли имущественную ответственность (денежные штрафы), а в исключительных случаях к ним применялось такое наказание, как отрешение от должности[200].

Особое значение на крупных биржах[201] играли **гоф-маклеры.** Они назначались непосредственно министром финансов из числа биржевых маклеров. Гоф-маклеры занимались составлением курсовой стоимости активов, обращавшихся на бирже, участвовали в совершении сделок для государственных («казенных») нужд, а также следили за надлежащим поведением участников торгов. В последнем случае гоф-маклеры обращали особое внимание на участие в биржевых сделках лиц, не имеющих соответствующего права, а также на манипулирование рынком («распространение слухов, вредных торговле»).

Также из числа биржевых маклеров избирались **биржевые нотариусы**[202], которые удостоверяли сделки, одним из участников которых выступал иностранный подданный.

Особенности совершения сделок с ценными бумагами

Рост количества совершаемых на бирже сделок как с товарами, так и с ценными бумагами привел к необходимости регулирования порядка их заключения. Исследователи того времени классифицировали подобные сделки по цели, стоявшей перед участниками:

1) торговая цель (реализация ценностей или помещение свободных капиталов);

2) спекулятивная цель (выгодное использование колебания

курсов ценных бумаг)[203].

Отечественное законодательство, как и зарубежное, стремилось противостоять совершению спекулятивных сделок с акциями. Именно поэтому подп. 2 п. 29 Положения о компаниях на акциях запрещал совершение подобных сделок с акциями, разрешалась передача ценных бумаг к оговоренному сроку в будущем по заранее установленной цене. Условия совершенных с целью спекуляции сделок являлись недействительными и не подлежали судебной защите, а ее участники подвергались уголовным наказаниям. При этом биржевые маклеры и нотариусы, участвовавшие в подготовке такой сделки, отрешались от должности.

На практике в России, как и в западноевропейских странах, срочные сделки с акциями продолжали совершаться на биржах и после запрета. Это происходило при помощи манипуляций с биржевой отчетностью: сделки заключались при обоюдном согласии и заносились в маклерские книги. При этом записывалась лишь отдельная информация, без указания деталей[204].

Как уже отмечалось выше, законодатель уделил особое внимание специальным лицам – биржевым маклерам, помогавшим сторонам в подготовке и совершении сделки. Это было довольно важно, особенно если учесть ту скорость, с которой заключались сделки на бирже, когда о составлении письменного договора не могло быть и речи. В этой связи большое значение приобретают уже упоминавшиеся маклерские записки, отражавшие все существенные условия совершенной сделки[205].

Управление деятельностью бирж

Вплоть до середины 30-х годов XIX века при отсутствии детального законодательства в деятельности бирж были сильны черты самоуправления. Государственное воздействие на рынок ценных бумаг осуществлялось лишь в экстренных случаях[206]. Однако повышение роли биржевых сделок в экономике страны привело к необходимости детатьной регламентации биржевых институтов. Первый шаг в этом направлении был сделан в связи с принятием Устава Санкт-Петербургской биржи, этот документ впоследствии был взят за основу и остальными российскими биржами. Разработчики устава обобщили не только зарубежный опыт, но и биржевые обычаи, принятые на Санкт-Петербургской бирже[207].

В п. 1 Устава давалось следующее определение биржи: *«Биржа есть общее собрание принадлежащих к*

торговому сословию лиц, которые собираются в одном месте для удобности взаимных сношений и сделок по всем оборотам торговли и промышленности». Немаловажной особенностью отечественных бирж являлось отсутствие их специализации. Как и во многих странах континентальной Европы (в отличие от Англии и США), в России деление бирж на товарные и фондовые отсутствовало, хотя на наиболее крупных биржах превалировала торговля теми или иными активами. Например, в Санкт-Петербурге традиционно была развита торговля валютой и ценными бумагами, а в Москве – товарами[208].

Исходя из нового нормативного регулированы, следует отметить следующие **особенности деятельности биржи** [209]:

1. Правовой статус биржи не был определен: биржа не наделялась правами юридического лица. Под данным термин ом законодатель фактически понимал некое физическое место собрания торговых людей.

2. Устанавливался круг лиц, имеющих право как присутствовать, так и вести дела на бирже. В первом случае этим правом обладали все лица без ограничений[210], во втором лишь строго определенные категории (например, купцы 1-й и 2-й гильдии). Посещение биржи осуществлялось на платной основе.

3. В целях управления текущей деятельностью и надзора за совершаемыми сделками создается Биржевой комитет. В его руках сосредоточивался контроль биржевых собраний и торговой деятельности их участников, а также на него возлагались хозяйственные функции.

4. Биржевой комитет состоял из городского главы, гоф-маклера и трех членов купечества 1-й гильдии. Представители купечества избирались в состав комитета на срок не более трех лет.

5. Общий надзор за деятельностью Биржевого комитета осуществлял Департамент внешней торговли.

Общие правила размещение ценных бумаг

Долгое время вопросы создания и функционирования акционерных компаний регламентировались на основании отдельных законов, утверждавших уставы. С принятием Положения о компаниях уставы продолжали утверждаться соответствующими законами, однако теперь их содержание должно было соответствовать общим нормативным требованиям. Применительно к фондовому рынку это выразилось в видах акций, которые могли выпускать компании, в порядке

распределения их между учредителями и остальными инвесторами, особенностях оплаты и иных вопросах.

Вместе с развитием промышленной деятельности в России **второй половины XIX века** повышается и значение фондового рынка, его влияние на экономику страны. Периодически участники рынка сталкивались с таким явлением, как *биржевой ажиотаж,* которое заключалось в резком росте курсовой стоимости ценных бумаг, обращавшихся на фондовом рынке. Ввиду спекулятивного характера сделок, которые являлись причиной рассматриваемого явления, все случаи биржевого ажиотажа заканчивались стремительным снижением котировок ценных бумаг. Участились случаи и манипулирования рынком крупными биржевыми игроками.

> В конце 60-х годов XIX века начался биржевой ажиотаж, связанный с акциями российских компаний. Прежде всего, это было обусловлено резким ростом стоимости акций железнодорожных обществ в 1867–1868 годах[211]. Данный процесс закончился серьезным кризисом, в частности, П. В. Лизунов выделял следующие причины его возникновения:
>
> 1) бесконтрольное кредитование инвесторов для приобретения ими ценных бумаг, прежде всего, Обществом взаимного кредита (в качестве обеспечения принимались даже неоплаченные свидетельства на будущие акции): неожиданное повышение процентных ставок в течение 10 дней с 5 до 7 %, а также прекращение кредитования снизило обороты на бирже, что привело к падению цен;
>
> 2) спекулятивная игра Демутовской биржи[212];
>
> 3) спекуляция европейских бирж, особенно Берлинской, с российскими ценными бумагами[213].
>
> Различные события как в экономике развитых стран, так и на мировой политической арене стали оказывать прямое воздействие на стабильность отечественного фондового рынка. Разумеется, неуверенность инвесторов использовалась биржевыми спекулянтами, начинавшими заключать сделки, направленные на понижение стоимости биржевых фондов[214]. Например, опасения вступления России в Франко-прусскую войну 1870–1871 годов, когда сам лишь факт объявления войны привел к падению курса банковских билетов на 5 %, а городских облигаций на 9 %[215]!

Итак, *нормативное регулирование уже не соответствовало*

складывающимся отношениям в сфере биржевой торговли. Первой попыткой исправить ситуацию стало принятие 23 ноября 1875 *тола Высочайше утвержденных Временных дополнительных правил к Уставу Санкт-Петербургской Биржи*[216]. Главным нововведением этого нормативного акта стала передача управления деятельности биржи в руки собрания гласных, которое должно было представлять все биржевое сообщество.

Однако «Временные правила» не учитывали специфику различных видов торговой деятельности на бирже, а также не позволяли государству надлежащим образом контролировать колебания курсовой стоимости ценных бумаг. В условиях, когда число акционерных компаний (прежде всего, в промышленном секторе) стремительно росло, а государство для решения бюджетных проблем все чаще прибегало к выпуску облигаций, влияние на фондовый рынок становится ключевым элементов в управлении экономикой страны.

Новый этап реформирования российского биржевого законодательства начинается в 1894 году. Именно в это время на отечественной бирже наблюдается резкий рост как совершаемых сделок, так и курсовой стоимости дивидендных ценных бумаг. При этом происходящие процессы отличались от биржевого ажиотажа 1869 года, вызванного спекулятивными сделками[217]. В ноябре 1894 года Николай II согласился с мнением министра финансов С. Ю. Витте о необходимости разработки нового законодательства о биржах и акционерных компаниях. В этих целях учреждалась межведомственная комиссия из представителей министерств финансов, юстиции, внутренних дел и биржевых комитетов. Руководителем комиссии становился заместитель министра финансов – Петр Павлович Цитович[218].

Подходы к реформе, избранные комиссией, можно выразить в словах П. П. Цитовича: «Биржа не базар; на ней не может применяться полицейская власть, здесь нужна другая, более всеобъемлющая власть»[219]. При этом основной акцент делался именно на началах самоуправления биржевого сообщества. Однако данные предложения комиссии были отвергнуты вышестоящими органами. Фактически, как отмечали исследователи того времени[220], в обсуждении проекта положения выявилось противостояние интересов биржевого сообщества и государства. Кстати, в рассматриваемый период это было распространенным явлением. Вспомним хотя бы споры, сопровождавшие принятие Имперского закона Германии «О бирже»[221] (1896).

В ноябре 1896 года была предпринята попытка доработать имеющиеся предложения о реформировании биржи. В этих целях

под председательством заместителя министра финансов В. И. Ковалевского было созвано специальное совещание. В результате его работы был выработан *проект «Положения о биржах»*. Основные его особенности состояли в следующем:

1) осуществлялось регулирование именно фондовой торговли;

2) проект отличался гибкостью нормативного регулирования в целях эффективной регламентации деятельности существующих бирж[222].

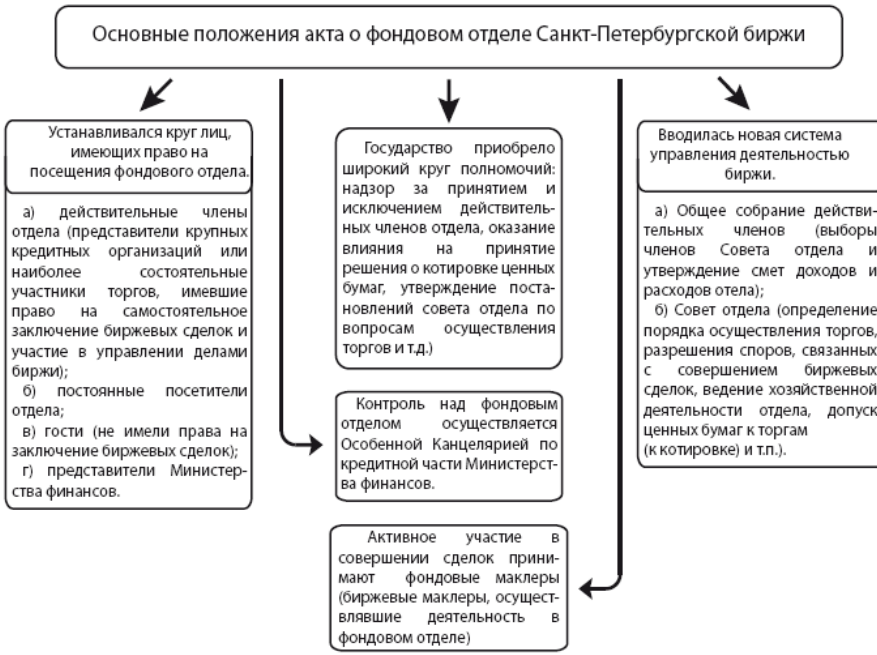
В результате долгих дискуссий все же *было принято решение отказаться от реформирования биржевой сферы, ограничившись изменениями в отношении рынка ценных бумаг*. Вполне возможно, что, как отмечает Г. А. Жолобова, принятие единого нормативного акта, регулирующего биржевую деятельность, затруднялось в связи с различным характером фондовой и товарной биржевой торговли и вследствие неоднородности ее условий в разных местностях[223].

В 1899 году была создана комиссия для изменения Устава Санкт-Петербургской биржи, прежде всего, в части отношений, возникающих на фондовом рынке[224]. Результатом работы комиссии стало *Высочайше утвержденное 27 июня 1900 года Положение Комитета Министров об образовании на Санкт-Петербургской бирже фондового отдела*[225].

Совершенно прав В.П.Кардашев, который утверждал, что **создание фондового отдела на Санкт-Петербургской бирже привело к уничтожению исторически сложившегося порядка управления биржей и, следовательно, к усилению контроля государства за фондовым рынком**[226].

Дореволюционные авторы (например, М. Боголепов) говорили о сильном влиянии иностранного опыта на реформирование отечественного фондового рынка. В частности, отмечалось, что фондовый отдел Санкт-Петербургской биржи организован, по крайней мере, во внешних своих чертах, по немецкому образцу[227]. Современные же исследователи отмечают, что при сравнительном анализе отечественного законодательства о рынке ценных бумаг выясняется, что многие положения были заимствованы из иностранных аналогов. Например, нормы Положения, регулирующие состав фондового отдела и совета отчасти заимствованы из актов о Лондонской бирже. А нормы о маклерах соответствовали уставу парижской биржи. В то же время способ приема бумаг к котировке был установлен

согласно германскому законодательству, а правила составления бюллетеня взяты из берлинской биржевой практики[228].


Основные положения акта о фондовом отделе Санкт-Петербургской биржи
Устанавливался круг лиц, имеющих право на посещения фондового отдела.
а) действительные члены отдела (представители крупных кредитных организаций или наиболее состоятельные участники торгов, имевшие право на самостоятельное заключение биржевых сделок и участие в управлении делами биржи);
б) постоянные посетители отдела;
в) гости (не имели права на заключение биржевых сделок);
г) представители Министерства финансов.
Государство приобрело широкий круг полномочий: надзор за принятием и исключением действительных членов отдела, оказание влияния на принятие решения о котировке ценных бумаг, утверждение постановлений совета отдела по вопросам осуществления торгов и т.д.)
Контроль над фондовым отделом осуществляется Особенной Канцелярией по кредитной части Министерства финансов.
Активное участие в совершении сделок принимают фондовые маклеры (биржевые маклеры, осуществлявшие деятельность в фондовом отделе)
Вводилась новая система управления деятельностью биржи.
а) Общее собрание действительных членов (выборы членов Совета отдела и утверждение смет доходов и расходов отела);
б) Совет отдела (определение порядка осуществления торгов, разрешения споров, связанных с совершением биржевых сделок, ведение хозяйственной деятельности отдела, допуск ценных бумаг к торгам (к котировке) и т.п.).

Целесообразно выделить **основные положения** указанного нормативного акта **о фондовом отделе Санкт-Петербургской биржи:**

1. Контроль над фондовым отделом осуществлялся Особенной Канцелярией по кредитной части министерства финансов.

2. Устанавливался круг лиц, имеющих право на посещение фондового отдела. В их число входили:

1) действительные члены отдела (представители крупных кредитных организаций либо наиболее состоятельные участники торгов, имевшие право на самостоятельное заключение биржевых сделок и участие в управлении делами биржи: претенденты на их пост избирались Советом отдела);

2) постоянные посетители отдела (заключали биржевые сделки лишь при участии фондовых маклеров);

3) гости (не имели права на заключение биржевых сделок);

4) представители министерства финансов.

3. Вводилась следующая система управления деятельностью биржи:

1) общее собрание действительных членов (выборы членов Совета отдела и утверждение смет доходов и расходов отела);

2) Совет отдела (определение порядка осуществления торгов, разрешения споров, связанных с совершением биржевых сделок, ведение хозяйственной деятельности отдела, допуск ценных бумаг к торгам, к котировке, и т. п.).

4. Активное участие в совершении сделок принимали фондовые маклеры (по сути те л «биржевые маклеры, но осуществлявшие деятельность в фондовом отделе).

5. Государство в лице министерства финансов приобретало довольно широкий круг полномочий (надзор за принятием и исключением действительных членов отдела, оказание влияния на принятие решения о котировке ценных бумаг, утверждение постановлений совета отдела по вопросам осуществления торгов и т. д.).

Российский фондовый рынок продолжат активно развиваться вплоть до Первой мировой войны 1914 года. Представляется возможным выделить следующие **основные черты сложившегося к началу XX столетия отечественного рынка ценных бумаг:**

1. Государство, являясь основным эмитентом ценных бумаг, также оказывало поддержку акционерным компаниям, выдавая гарантии на их акции.

Действительно, подавляющая часть ценных бумаг, присутствовавших на рынке, относилась к государственным, то есть составляла государственный долг, который оформлялся в виде облигаций[229]. Однако без поддержки государства не обходились и многие крупные размещения корпоративных эмитентов. Обычно это происходило при создании компаний, деятельность которых была направлена на достижение определенных общественных целей (например, строительство железных дорог). В этом случае государство предоставляло особые гарантии на случай невозможности размещения акций и получения необходимой суммы для реализации проекта[230].

> Регулярно появлялись новые разновидности государственных ценных бумаг. Например, как отмечает П.П. Мигулин, в 1831 году ввиду имевшихся потрясений европейской финансовой системы был создан новый вид государственного неконсолидированного долга: Билеты Государственного Казначейства. Первоначально они не пользовались серьезным спросом, однако впоследствии приобрели популярность среди частных инвесторов[231]. Постепенно активными эмитентами на рынке ценных бумаг стали города. Их размещение могли осуществлять лишь наиболее крупные города. На начало 1913 года

облигационные займы были выпущены 65 городами на общую сумму 444,6 млн рублей. Наибольшее их количество выпустила Москва (147, 3 млн рублей), на втором месте находился Санкт-Петербург – 87,6 млн[232].

2. Основной разновидностью ценных бумаг, выпускаемых российскими корпоративными эмитентами, являлись акции.

В России облигации корпоративных эмитентов не были популярным инструментом инвестиций. Более или менее широкое распространение этих ценных бумаг произошло лишь во второй половине XIX века[233]. Акционерные компании предпочитали получать финансовые средства, необходимые для их развития, либо у кредитных организаций, либо посредством выпуска акций.

Хорошо иллюстрируют ситуацию данные об иностранных инвестициях в российские корпоративные ценные бумаги. В частности, к 1915 году из всего объема иностранных инвестиций в корпоративном секторе участие в акционерных и паевых капиталах составляло 88 %, а инвестиции в облигации – всего 12 %[234].

3. Оборот иностранных ценных бумаг на территории России был ограничен.

Не подлежали ввозу и обращению на территории России выпущенные частными организациями ценные бумаги. Их перечень указывался в законодательстве и определялся министерствами финансов и иностранных дел[235]. При этом ограничения на ввоз долговых ценных бумаг, выпущенных в рамках займов иностранных государств, не устанавливались.

Очевидно, данные меры были направлены государством на поддержку отечественных эмитентов корпоративных ценных бумаг.

4. Отсутствовали ограничения на обращение ценных бумаг отечественных эмитентов на иностранных рынках.

К 1914 году около двух третей объема ценных бумаг, выпущенных российскими эмитентами, обращались на отечественном фондовом рынке. Однако за рубежом совершались сделки с наиболее ликвидными российскими ценными бумагами: государственными облигациями, акциями и облигациями железнодорожных компаний, банков, промышленных и угледобывающих обществ[236]. Также довольно широко на иностранных рынках были представлены и российские государственные ценные бумаги. Следует подчеркнуть, что согласно ст. 51 Устава кредитного обязательства России по внешним займам должны были выплачиваться в точном

соответствии с условиями их выпуска и без каких-либо изменений[237].

Российские ценные бумаги, допущенные к обращению на немецких биржах в начале XX века[238]

Ценные бумаги в номинальных ценах, млн марок	Годы									
	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912
Государственные займы	—	—	—	500	—	—	—	—	—	—
Займы провинций, городов и т. д.	13	—	—	—	—	—	—	—	—	77,7
Акции банков	—	—	—	—	—	36,7	6,5	126,4	103,7	68
Железнодорожные облигации	—	—	—	—	—	—	121,4	72,7	97,2	80
Акции промышленных предприятий	—	23,6	—	—	—	6,5	13	13	—	82
Облигации промышленных предприятий	6	—	32,4	—	—	—	—	—	—	3,8

5. В России отсутствовала упорядоченная система государственного регулирования фондового рынка.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в XIX – начале XX века осуществлялось бессистемно, нередко формально без учета реального эффекта тех или иных действий государственных органов. Первоначально государство обращало внимание только на операции с ценными бумагами, опосредовавшими государственный долг. Что касается ценных бумаг, выпускаемых частными эмитентами, контроль государства, в основном, ограничивался процедурой предоставления разрешения на создание акционерной компании. Именно в утверждаемом Императором Уставе и закреплялись особые условия, связанные с выпуском акций и облигаций.

Основным органом, осуществлявшим контроль на рынке ценных бумаг в XIX–XX веков, было министерство финансов.

Как отмечает Ю. П. Голицын[239], одной из функций

министерства было удостоверение правильности произведенной эмиссии процентных ценных бумаг акционерных и иных обществ. Данная процедура осуществлялась двумя путями:

1) наложением на ценную бумагу штемпеля с изображением государственного герба, это обозначало, что оплата процентов и погашение бумаг обеспечивалось правительством;

2) наложением на ценную бумагу грифа «уполномоченного от правительства лица», который обозначал, что число и сумма выпущенных в обращение бумаг не превышают установленных пределов.

Центральное внимание государственных органов традиционно было сосредоточено на решении как проблемы спекуляций и манипулирования рынком, так и возможных кризисов на бирже, сопровождавшихся резким снижением котировок. Например, в 1895 году министерство финансов приняло несколько мер, направленных против спекулянтов. Было сделано распоряжение, согласно которому бумаги частных торгово-промышленных предприятий допускались к котировке на бирже только с разрешения министра финансов. Кроме того, с целью ограничения спекуляции с бумагами, выпускаемыми в обращение, министерство финансов ограничило допуск бумаг новых выпусков к котировке на бирже [240].

В целях противодействия кризисным явлениям по инициативе министерства финансов в 1899 году было инициировано заключение соглашения между крупнейшими российскими банками об образовании своеобразного союза, получившего название *банковский или биржевой «Красный крест»*[241]. Банки, получая государственное финансирование, принимали участие в скупке акций в целях недопущения обвала котировок ценных бумаг на рынке[242].

Как уже отмечалось во второй главе, **Первая мировая война** оказала серьезное влияние на развитие рынка ценных бумаг во всех развитых странах, что, прежде всего, привело к усилению государственного регулирования фондового рынка. Одним из первых проявлений этого стало прекращение в 1914 году биржевых операций в Петербурге, а затем и в иных городах. Решения «по закрытию бирж» были согласованы с правительством [243].

Кроме того, в годы войны возник *вопрос о владении акциями и участии в управлении Российскими акционерными компаниями гражданами враждебных России государств (прежде всего*

Германии). С учетом начала затяжной фазы боевых действий, когда экономики всех задействованных в войне стран работали на пределе своих возможностей, оставлять в руках подданных упомянутых стран возможность управления ключевыми отечественными компаниями было опасно.

> В этой связи стоит ознакомиться с информацией, приводимой А. В. Венедиктовым в одной из своих работ[244]. По его данным, в рассматриваемый период стали появляться проекты, связанные с передачей государству контроля в компаниях с «недружественным» иностранным участием. Например, министерство торговли подготовило специальный проект программы овладения важными электрическими и электротехническими предприятиями. К примеру, планировалось приобрести в казну от 1/3 до 1/5 акций «Общества Электрического Освещения 1886 года», однако из-за противоречий между московским правительством и швейцарскими акционерами это не было достигнуто. Однако были и положительные примеры получения государством контроля над компаниями. Например, в результате реализации проекта преобразования «Всеобщей компании электричества» во «Всеобщую электрическую компанию» российское правительство получило 2/3 акций созданной компании. Помимо этого, в 1915–1917 годах государство назначило особые правления и ликвидационные комиссии в более чем 80 предприятий с германским капиталом. В состав вновь созданных органов входили как чиновники, так и предприниматели и даже представители отдельных акционеров.

Затяжная война во многом спровоцировала и Февральскую революцию 1917 года, в результате которой власть в стране перешла т. н. Временному Правительству. В числе первых нормативных актов, принятых новым руководством страны, стали постановления, посвященные проблеме акционерных компаний. Прежде всего, речь идет о Постановлении Временного Правительства от 10 марта 1917 года № 388 «О немедленном облегчении образования акционерных обществ и устранении из их уставов национальных и вероисповедных ограничений»[245].

Наиболее серьезные нововведения законодательства можно разбить на следующие группы:

1) наделение министра торговли и промышленности правом утверждать и изменять уставы акционерных компаний, а также

увеличивать компаниям срок размещения акций (п. 1 Постановления);

2) снятие ограничений, связанных с акционерными компаниями применительно к иностранным и российским гражданам, не исповедывающим христианскую религию (п. 2 и 3 Постановления) [246];

3) включение в уставы российских компаний положения о недопущении к управлению делами обществ и товариществ «подданных воюющих с Россией держав» (п. 6 Постановления).

Упомянутые меры привели к росту числа акционерных компаний в России и первичных размещений на рынке, что завершилось лишь с приходом к власти большевиков.

Активное формирование российского фондового рынка произошло в XIX – начале XX века. В этот период создается необходимая для его развития инфраструктура (прежде всего, сами торговые площадки – биржи), появляются и постоянно совершенствуются нормативные основы. Несмотря на отсутствие системного подхода к регулированию рынка ценных бумаг, органы государственной власти постепенно усиливают свое влияние на фондовый рынок, в том числе за счет сокращения полномочий органов биржевого самоуправления.

Дореволюционный период правового регулирования рынка ценных бумаг.

Первый нормативно-правовой акт в сфере корпоративных взаимоотношений.
Указ Петра I, который должен был подвигнуть российское купечество на создание торговых компаний. Никаких значительных последствий данный указ не имел.
27 октября 1699
Указ о создании компании китовой ловли.
Формирование основ законодательного регулирования биржевой деятельности.
Был принят Регламент или устав главного магистрата. Деятельность бирж регламентировалась гл. XVIII "О биржах или о схожих местах" и гл. XIX "О маклерах или о торговых сводчиках".
1703
16 января 1721
Учреждение биржи в Санкт-Петербурге.
Стремление Петра I заложить основы функционирования российского рынка ценных бумаг (товарного рынка) путем создания объектов инфраструктуры. Созданию инфраструктуры не предшествовали сложившиеся заранее отношения.
Указ об учреждении компании для торговли с Испанией.
Примечательно, что в п. 3 Указа говорилось, что в качестве примера при внесении паев (т.е. формировании капитала компании) следует брать Ост-Индскую компанию.
18 ноября 1723
4 августа 1724
Принятие вексельного устава.
Устав заложил основы правового регулирования отношений по выдачи и обороту этой ценной бумаги, распространенной в европейском деловом обороте.
Принятие указа "О внутренних в Государстве займах".
Согласно этому указу был установлен порядок выпуска государственных облигаций, круг лиц, процент (7%), виды бумаг (с обозначением срока погашения и без обозначения).
16 мая 1729
Основание Персидской торговой компании.
24 февраля 1757
1758
Создание Среднеазиатской компании.
(Торгующая в Хиву и Бухару компания)
1760
Создание первой акционерной компании в России.
Привлекаемый Российской в Константинополь торгующей коммерческой компанией капитал делился на акции, распределяемые среди учредителей и иных лиц, которые изъявят желание их приобрести.
25 августа 1809
Принято Положение о биржевых маклерах.
Согласно этому положению был установлен статус маклеров, гоф-маклеров, аукционистов, нотариусов, корабельных маклеров, диспашеров, и биржевого комитета для надзора за благочинием биржевых собраний при Санкт-Петербургском Порте.
12 января 1831
5 октября 1832
Утвержден устав Санкт-Петербургской Биржи.
Уставом были установлены особенности совершения сделок с ценными бумагами, а также порядок управления деятельностью биржи.
Принятие Положения "О компании на акциях".
Положение установило общие правила размещение ценных бумаг.
6 декабря 1836

3.2. Особенности законодательства о рынке ценных бумаг в советский период

Выигрыш – другим делам не чета.
Вот это поэты и называют: мечта!

Словом, в мистику нечего облекаться.
Это – каждого вплотную касаемо.
Пойдем и просто купим облигации
государственного
выигрышного займа.

Владимир Маяковский
«Мечта поэта», 1926 год

Первые меры советской власти фактически были направлены на ликвидацию фондового рынка. Это выразилось в **принятии следующих нормативных актов:**

1. Декрет СНК РСФСР от 29 декабря 1917 года «О прекращении платежей по купонам и дивидендам»[247].
2. Декрет ВЦИК от 21 января 1918 года «Об аннулировании государственных займов» [248].
3. Постановление Высшего совета народного хозяйства о правилах применения декрета об аннулировании государственных займов от 7 марта 1918 года[249].
4. Постановление СНК от 26 октября 1918 года об аннулировании государственных бумаг[250].

Основные последствия вступления в силу указанных нормативных актов:

1. Запрет на совершение сделок с ценными бумагами.

Данное положение было установлено п. 2 Декрета СНК РСФСР от 29 декабря 1917 года. Разумеется, это требование на практике не соблюдалось, однако по своей сути все совершаемые с ценными бумагами сделки являлись ничтожными, что накладывало на их участников серьезные юридические риски.

2. Аннулирование государственных внутренних займов.

Малоимущие граждане, владевшие государственными

ценными бумагами внутренних займов на сумму, не превышавшую 10 000 рублей, имели возможность обменять их на именные свидетельства РСФСР на сумму, также не превышавшую 10 000 рублей (п. 5 Декрета ВЦИК от 21 января 1918 года)[251].

Для отнесения граждан к числу малоимущих создавались специальные комиссии. Также эти комиссии получили право аннулировать любые сбережения вне зависимости от их размера[252].

3. Аннулирование всех правительственных гарантий по займам предприятий и учреждений.

Очевидно, новое правительство опасалось возможного исполнения денежных обязательств, учитывая нестабильную обстановку в экономике.

4. Безусловное аннулирование всех иностранных займов.

Именно данное решение оказало самое серьезное влияние на развитие советского государства. На определенное время наше государство потеряло возможность осуществлять размещение своих ценных бумаг за рубежом, что, в свою очередь, негативно отразилось на хозяйственной жизни страны[253].

Для того чтобы оценить масштабы произошедшего события для зарубежных инвесторов, следует привести данные Ю.П. Голицына[254]: объем аннулированных обязательств по разным оценкам составил от 31 до 68 млрд рублей. Это с учетом того обстоятельства, что перед Первой мировой войной Россия по величине всего государственного долга занимало второе место (после Франции), а по размерам внешнего долга – первое!

5. Национализация промышленных предприятий.

Первоначально в апреле 1918 года была инициирована регистрация всех акций, принадлежавших частным лицам[255]. Впоследствии на основании различных Декретов началась национализация промышленности[256].

Временное возрождение фондового рынка в Советской России было связано с началом реализации в 1920-х годов Новой экономической политики (НЭП), вызванной необходимостью развития экономики страны.

Несмотря на оживление в промышленности и торговле, все же на рынке, в основном, выпускались именно государственные ценные бумаги. Как отмечает Т. Б. Бердникова[257], в рассматриваемый период появляются **первые займы советского государства,** выпущенные для преодоления дефицита государственного бюджета в условиях ограниченности финансовых ресурсов. Характерная особенность займов заключалась в том, что инвесторы приобретали выпускаемые облигации за денежные средства, но номинальная стоимость

ценных бумаг выражалась, например, в пудах ржи (т. н. хлебный заем)[258] или сахаре (сахарный заем)[259]. При погашении облигации ее владелец имел право требовать выдать ему зерна или сахара в натуре или выплатить текущую стоимость аналогичного количества товара[260]. В дальнейшем государственные ценные бумаги выпускались и с традиционным денежным номиналом.

В 1920-е годы проявились *отдельные особенности эмиссии государственных ценных бумаг*, которые широко применялись и в последующие годы:

1. Преимущественно принудительный характер.

Неудачи в размещении отдельных выпусков государственных облигаций привели к возникновению принципиально новой черты эмиссии государственных ценных бумаг – **принудительный характер подписки[261]. В** дальнейшем этот принцип получил самое широкое распространение[262].

2. Применение выигрышных схем.

Активно использовался такой выигрышный механизм, когда владельцы отдельных облигаций получали дополнительные денежные выплаты, это было обусловлено необходимостью повысить результативность эмиссии.

> В известном романе И. Ильфа и Е. Петрова «Двенадцать стульев» описывается путешествие агитационного парохода «Скрябин», его основной целью было стимулирование продаж облигаций государственного займа и проведение розыгрышей среди владельцев облигаций предыдущих выпусков. Можно вспомнить следующие строки из книги: «Великий комбинатор, обжигая босые ступни о верхнюю палубу, ходил вокруг длинной узкой полосы кумача, малюя на ней лозунг, с текстом которого он поминутно сверялся по бумажке: „Все – на тираж. Каждый трудящийся должен иметь в кармане облигацию госзайма“»[263].

3. Регулярная конверсия облигаций.

Начиная с 1930-х годов, государство регулярно проводит конверсию ранее выпущенных ценных бумаг в новые облигации. Конверсиию государственного займа можно определить как изменение условий государственного займа посредством обмена его облигаций на облигации нового займа, что фактически означает прекращение старого долгового обязательства и возникновение нового[264].

Следует согласиться с А. П. Потемкиным, который полагает, что основная цель советского государства при осуществлении

этого мероприятия – сдвиг сроков погашения облигаций и снижение платежей по ним[265]. Впервые это происходит в процессе осуществления государственного займа «Пятилетка в четыре года»[266].

> Как отмечает В. Г. Залевский, в Советском Союзе были осуществлены четыре конверсии государственных займов, причем они проводились отдельно для массовых и для свободно размещаемых займов. Какие-либо общие нормы, регулирующие порядок и условия проведения конверсий, а главное, гарантии для держателей государственных ценных бумаг, в законодательстве того времени отсутствовали. Каждая конверсия предварялась специальным нормативным актом, как правило, о выпуске очередного займа и обмене на его облигации бумаг предыдущего займа. Характерной чертой всех конверсионных операций была безальтернативность, то есть держатель облигаций не мог получить сумму долга вместо новых ценных бумаг[267].

Несмотря на жесткий контроль со стороны советского государства за процессом размещения облигаций, запрет на обращение ценных бумаг на вторичном рынке отсутствовал. В частности, граждане свободно могли распоряжаться принадлежащими им облигациями: продавать и передавать в залог. Однако государство принимало отдельные меры, направленные на ограничение оборота облигаций. Именно в этих целях были созданы **комиссии содействия государственному кредиту и сберегательному делу (т. н. комсоды). Именно эти комиссии выдавали гражданам разрешение на совершение сделок с государственными облигациями**[268].

В связи с возрождением акционерной формы осуществления предпринимательской деятельности на рынке начинается и торговля акциями[269]. Однако в конце 1920-х годов акционерные общества постепенно стали исчезать благодаря смене направления государственной политики.

За период с 1923 по 1928 годы было зарегистрировано и действовало 185 частных акционерных обществ, из них в РСФСР – 105, в Украинской ССР – 50, в Белорусской ССР – 20, в Узбекской ССР – 10[270].

В годы НЭПа временно возрождается и биржевая торговля ценными бумагами. Это происходит с принятием Постановления СНК от 20 октября 1922 года «О фондовых биржевых операциях»[271]. В п. 1 данного нормативного акта впервые в истории России предусматриваюсь возможность создания особой

разновидности биржи: фондовой. В дальнейшем на уровне СССР 2 октября 1925 года было принято Положение о товарных и фондовых биржах и фондовых отделах при товарных биржах[272].

> При анализе советского законодательства о биржах несложно заметить заимствование многих его положений из нормативных актов Российской империи: сохранялись институт биржевых маклеров (фондовые маклеры и старшие маклеры), практически аналогичная система биржевых органов, специфика совершения биржевых сделок (маклерские записки и регистрационные книги) и т. п.

Целесообразно выделить некоторые *особенности советского правового регулирования биржевой деятельности на фондовом рынке:*

1. Организованная торговля ценными бумагами могла осуществляться на фондовой бирже или в фондовом отделе при товарных биржах.

Согласно п. 27 Положения устанавливалось, что фондовая биржа является юридическим лицом. При этом вопрос о создании как фондовой биржи, так и фондового отдела находился в ведении органов государственной власти. Соответствующее решение принималось Советом труда и обороны по представлению Народного Комиссариата Финансов СССР. В случае создания фондовых отделов при товарных биржах в подготовке представления также участвовал Народный Комиссариат по внутренней торговле СССР.

2. Четкий государственный контроль над деятельностью фондовых бирж.

В качестве основного контролирующего органа выступал Народный Комиссариат Финансов СССР (п. 29), который наделялся следующими полномочиями:

1) установление правил, касающихся порядка совершения и регистрации фондовых и валютных сделок, а также порядка представления сведений об этих сделках;

2) право отмены постановлений общих собраний фондовых бирж и фондовых отделов при товарных биржах;

3) надзор за соблюдением фондовыми биржами и фондовыми отделами при товарных биржах действующих постановлений и принятие мер к устранению обнаруженных нарушений;

4) рассмотрение отчетов и ревизия фондовых бирж и фондовых отделов при товарных биржах, например, осмотр регистрационных и иных биржевых книг.

Постепенно вместе с отказом советского государства от

принципов НЭПа снижается и активность на рынке ценных бумаг. Отпадает необходимость в функционировании фондовых бирж, количество акционерных обществ становится минимальным: Банк для внешней торговли СССР (Внешторгбанк СССР), Всесоюзное акционерное общество «Интурист», страховое акционерное общество «Ингосстрах». *Таким образом, фактически единственным эмитентом на рынке ценных бумаг становится государство, осуществляющее выпуск облигаций.*

В дальнейшем наиболее серьезные изменения в сфере выпуска государственных ценных бумаг произошли только в 1957 году. Именно тогда было принято Постановление ЦК КПСС и Совета министров СССР от 19 апреля 1957 года «О государственных займах, размещенных по подписке среди трудящихся Советского Союза»[273]. Основные последствия данного нормативного акта:

– было отсрочено на 20 лет погашение облигаций государственных займов;

– были отменены принудительные займы;

– была введена единственная форма эмиссии ценных бумаг – трехпроцентный внутренний выигрышный займ.

Несмотря на временное возрождение российского фондового рынка в связи с НЭПом, в советский период происходит постепенное снижение активности как юридических, так и физических лиц на рынке ценных бумаг, что в конечном итоге привело к тотальному доминированию государства в сфере эмиссии ценных бумаг.

3.3. Законодательство о рынке ценных бумаг в годы перестройки и в новой России

В связи с переходом советского государства к рыночным отношениям во второй половине 1980-х годов возникает необходимость в правовой регламентации как новых для советской экономики видов ценных бумаг, так и особенностей их обращения.

В рассматриваемое время появляются *новые разновидности государственных ценных бумаг.* Среди них можно выделить:

– облигации государственных целевых беспроцентных займов[274];

– государственные казначейские обязательства СССР[275].

Основная особенность всех этих ценных бумаг заключалась в том, что их размещение осуществлялось исключительно на **добровольной основе**[276]**.** Очевидно, государство пыталось дистанцироваться от негативного опыта принудительных займов предыдущих периодов.

На выпускаемые ценные бумаги оказана воздействие экономическая обстановка в стране, в частности, дефицит товаров народного потребления. В этой связи в п. 1 Постановления Совмина СССР от 21 декабря 1989 года № 1119 устанавливалось, что погашение облигаций будет осуществляться товарами, например, легковыми автомобилями, швейными машинами, печами СВЧ и т. п. Фактически такая форма погашения ценных бумаг была завуатированным способом предоставления гражданам возможности приобрести дефицитную продукцию. При этом владелец облигации должен был доплатить недостающую сумму в случае, если стоимость облигации меньше цены определенного товара. При инфляции и повышении цен избежать доплаты было практически невозможно.

Нельзя не упомянуть о первых попытках государственных предприятий в СССР выпускать акции, несмотря на отсутствие соответствующей нормативной базы. По своей сути эти «акции» представляли собой некие суррогатные финансовые инструменты, размещаемые преимущественно среди сотрудников и призванные привлечь дополнительные средства для развития предприятия. Одним из первых такие акции выпустило Львовское производственное объединение «Конвейер» в 1987 году[277]. По замечанию М. Ю. Алексеева, статус государственного акционерного социалистического предприятия, который получило объединение «Конвейер», сам по себе содержат

внутреннее противоречие, ибо объединение оставалось государственным, а выпуск им ценных бумаг, называемых акциями, не изменил отношений собственности[278].

Впоследствии указанная инициатива нашла закрепление в законодательстве: появилось Постановление Совета Министров СССР от 15 октября 1988 года № 1195 «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг».

Основными целями данного постановления были повышение заинтересованности трудящихся в результатах производства и привлечение дополнительного финансирования в государственный сектор экономики. При этом все выпускаемые акции делились на акции трудового коллектива и акции предприятий (организаций).

Правом выпуска акций обладали государственные предприятия, переведенные на полный хозяйственный расчет, и кооперативы, получившие разрешение на выпуск акций предприятий в Госбанке СССР.

В дальнейшем *органы государственной власти приняли целый ряд нормативно-правовых актов, ознаменовавших как возрождение в нашей стране корпоративных форм осуществления предпринимательской деятельности, так и закрепление особенности эмиссии ценных бумаг со стороны частных эмитентов.* Основными из них стали следующие:

– Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положение о ценных бумагах, утвержденные Постановлением Совета Министров СССР от 19 июня 1990 года № 590.

– Положение об акционерных обществах, утвержденное Постановлением Совета Министров РСФСР от 25 декабря 1990 года № 601.

– Постановление Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 года № 78 «Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР».

– Основы гражданского законодательства СССР от 31 мая 1991 года № 2211-1.

– Закон РСФСР от 25 декабря 1990 года № 445-1 «О предприятиях и предпринимательской деятельности».

– Закон РСФСР от 3 июля 1991 года № 1531-1 «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации».

– Типовой устав акционерного общества открытого типа, утвержденный Указом Президента Российской Федерации «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных

предприятий в акционерные общества» от 1 июля 1992 года № 721.

– Инструкция Министерства финансов РФ от 3 марта 1992 года № 2 «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Российской Федерации».

– Инструкция Министерства финансов РФ «О правилах совершения и регистрации сделок с ценными бумагами» (письмо Министерства финансов РФ от 6 июля 1992 года № 53).

– Положение Министерства финансов РФ о лицензировании деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов (письмо Министерства финансов РФ от 21 сентября 1992 года № 91 (ФГ 92–40)).

> В 1990 году начал разрабатываться проект Закона СССР «О ценных бумагах и фондовых биржах». Как отмечает М. Ю. Алексеев, предполагалось, что действие нормативного акта будет распространяться на ценные бумаги, обращение которых выходит за рамки одной республики, и на профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующих в межреспубликанском экономическом пространстве, в то время как внутриреспубликанский фондовый рынок будет регулироваться республиканским законодательством. Также Алексеев отмечает, что большую роль в подготовке и доработке проекта Закона сыграла советско-американская рабочая группа, в которую вошли, с одной стороны, представители американских юридических фирм, специализирующихся на вопросах законодательства по ценным бумагам, а с другой стороны, сотрудники финансовых и банковских органов, члены Союза адвокатов СССР и отдельные специалисты. 10 июля 1991 года законопроект был одобрен на сессии Верховного Совета СССР, однако во втором чтении законопроект так и не был рассмотрен[279]. Очевидно, что в преддверии развала СССР формирование законодательства о рынке ценных бумаг на союзном уровне уже стало не актуальным.

Большое значение на развитие рынка ценных бумаг в нашей стране оказало Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР. Именно данный нормативный акт вплоть до второй половины 1990-х годов регулировал отношения, возникавшие на рынке ценных бумаг. Стоит выделить его основные положения:

1. Действие нормативного акта распространялось как на

ценные бумаги, выпускаемые частными эмитентами (акции, облигации), так и на публично-правовые образования, обобщенно обозначенные как государственные долговые обязательства (п. 3 Положения).

2. Устанавливалась обязательная государственная регистрация ценных бумаг. Это было необходимое условие для их последующего обращения на территории страны (раздел II Положения).

3. Закреплялось понятие участника рынка ценных бумаг. В этом качестве выступали эмитенты ценных бумаг, инвесторы и инвестиционные институты: посредники – финансовые брокеры, инвестиционные консультанты, инвестиционные компании, инвестиционные фонды (раздел III Положения).

4. Вводились особые требования к эмиссии и обращению ценных бумаг (раздел IV Положения).

5. Регламентировалась деятельность фондовых бирж, которые могли создаваться исключительно в форме закрытых акционерных обществ с минимальным уставным капиталом в 3 млн рублей (раздел VI Положения).

Особую роль в развитии отечественного рынка ценных бумаг сыграл процесс приватизации, осуществляемой посредством особой разновидности государственных ценных бумаг – приватизационных чеков (ваучеров)[280]. Учитывая, что данные ценные бумаги передавались каждому гражданину России, а также проводился их выпуск на предъявителя, довольно быстро возник вторичный рынок, на котором и обращались приватизационные чеки. Активную роль в этом процессе играли специализированные инвестиционные фонды, приобретавшие у граждан приватизационные чеки в целях дальнейшего участия в т. н. «чековых аукционах», на которых имелась возможность приобретения акций крупнейших отечественных компаний.

Рассматриваемый период отличается большим количеством нормативных актов, которые осуществляли правовое регулирование корпораций и рынка ценных бумаг[281]. Как отмечалось в Концепции развития рынка ценных бумаг[282], принятой в 1996 году, развитие рынка ценных бумаг в 1991–1995 годах происходило в условиях, когда отсутствовали определяющие нормативно-правовую базу рынка ценных бумаг федеральные законы: об акционерных обществах, о рынке ценных бумаг, об инвестиционных фондах. В этих условиях формирование правовой базы рынка ценных бумаг осуществлялось на основе указов Президента Российской Федерации, постановлений Правительства Российской Федерации и ведомственных нормативных актов.

В указанной выше Концепции были обозначены **основные факторы,** определявшие развитие рынка ценных бумаг в **1991–1995 годах:**

1) масштабная приватизация и связанные с ней выпуск приватизационных чеков как свободно обращающихся предъявительских ценных бумаг и выпуск в обращение акций приватизированных предприятий;

2) развитие практики финансирования дефицитов федерального бюджета и бюджетов субъектов Российской Федерации за счет выпуска ценных бумаг, а также реструктуризация внутреннего валютного долга на основе выпуска ценных бумаг;

3) кризис неплатежей и появление в связи с дефицитом в обращении финансовых ресурсов специфических финансовых инструментов – казначейских обязательств, налоговых освобождений и векселей;

4) выпуск ценных бумаг и их суррогатов новыми коммерческими структурами, включая нелицензированные финансовые компании;

5) постепенное открытие доступа эмитируемым в Российской Федерации ценным бумагам на международные рынки капиталов.

Зачастую нормативные акты противоречили друг другу, создавая сложности в практическом применении положений нового законодательства. В качестве примера можно привести сложную ситуацию, вызванную одновременным существованием закрытого акционерного общества (п. 7 Положения об акционерных обществах РСФСР 1990 года), товарищества с ограниченной ответственностью или акционерного общества закрытого типа (ст. 11 Закона о предприятиях и предпринимательской деятельности) и общества с ограниченной ответственностью (п. 1 Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью СССР). Отдельные нормативные акты также могли содержать в себе внутренние противоречия. Например, п. 55 Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР закреплял требования к фондовой бирже, которая могла создаваться только в форме закрытого акционерного общества. При этом отмечалось, что данное юридическое лицо является некоммерческой организацией, не преследует цели получения собственной прибыли, основано на самоокупаемости и не выплачивает доходов

от деятельности своим членам.

Существовала также проблема правоприменения. Как отмечает А. Е. Абрамов, в 1990-е годы многие юристы пытались найти решение тех или иных проблем в сфере законодательства о ценных бумагах, опираясь на классические труды российских юристов конца XIX – начала XX века. Проблема, однако, по мнению указанного автора, состояла не в том, что в этих книгах было что-то неправильно, а в том, что они создавались в условиях весьма специфического российского фондового рынка того времени. После этого в мире ценных бумаг произошло несколько революций, появились центральные депозитарии, резко возросло количество и стоимость сделок, наконец, были изобретены компьютеры. В этих условиях решать проблемы ценных бумаг и сделок с ними на основании подходов, применявшихся 100–150 лет назад, было не вполне корректно[283].

Систематизация правового регулирования рынка ценных бумаг произошла только во второй половине 90-х годов прошлого столетия с принятием Гражданского кодекса, Закона об акционерных обществах и Закона о рынке ценных бумаг. Специфика развития различных институтов законодательства о фондовом рынке в последние двадцать лет будет рассмотрена в соответствующих главах данного учебника.

В конце 1980-х – начале 1990-х годов в связи с переходом страны к рыночной экономике возрождается и правовое регулирование рынка ценных бумаг. Однако нормативные акты принимались бессистемно в условиях отсутствия развитого фондового рынка. Нередко общественные отношения, формировавшиеся на рынке ценных бумаг, вступали в противоречие с действующими нормами права. Данные обстоятельства выявили необходимость существенного изменения законодательства о рынке ценных бумаг, произведенного в середине 1990-х годов.

Особенности законодательства о рынке ценных бумаг в советский период

Особенности законодательства о рынке ценных бумаг в советский период
Декрет СНК РСФСР "О прекращении платежей по купонам и дивидендам".
Декретом был установлен запрет на совершение сделок с ценными бумагами. Все совершаемые с ценными бумагами сделки являлись ничтожными, что накладывало на их участников серьезные юридические риски.
Постановление Высшего совета народного хозяйства.
Постановление "О правилах применения декрета об аннулировании государственных займов". Новое правительство опасалось возможного исполнения денежных обязательств, учитывая нестабильную обстановку в экономике.
Постановление СНК "Об аннулировании государственных бумаг".
Благодаря этому постановлению произошло аннулирование всех иностранных займов. На определенное время государство потеряло возможность размещения ценных бумаг за рубежом. Это в свою очередь негативно отразилось на хозяйственной жизни страны.
X съезд РКП(б), начало НЭП'а.
Появляются первые займы советского государства, выпущенные для преодоления дефицита бюджета в условиях ограниченности финансовых ресурсов. Особенность займов заключалась в том, что инвесторы приобретали выпускаемые облигации за деньги, а номинальная стоимость ценных бумаг выражалась, например, в пудах ржи (т. н. хлебный заем) или сахаре (т. н. сахарный заем)
1917 29 декабря
1918 21 января
1918 7 марта
1918 18 апреля
1918 28 июня
1918 26 октября
1921 15 марта
1922 20 октября
1957 19 апреля
Декрет ВЦИК "Об аннулировании государственных займов".
Малоимущие граждане, владевшие государственными ценными бумагами внутренних займов на сумму не превышавшую 10 000 рублей имели возможность обменять их на именные свидетельства нового РСФСР на сумму, также не превышавшую 10000 рублей.
Декрет СНК "О регистрации акций, облигаций и прочих процентных бумаг".
Декрет инициировал регистрацию всех акций принадлежавших частным лицам.
Декрет СНК "О национализации промышленности".
Декрет установил курс на национализацию промышленных предприятий.
Постановления СНК «О фондовых биржевых операциях».
Впервые в истории России предусматривалось возможность создания особой разновидности биржи: фондовой.
Постановление ЦК КПСС и Совета министров СССР "О государственных займах, размещенных по подписке среди трудящихся Советского Союза".
1) Отсрочка погашения облигаций государственных займов на 20 лет;
2) Отмена принудительных займов;
3) Введение единственной формы эмиссии ценных бумаг — выпуск трехпроцентных внутренних выигрышных займов.

Законодательство о рынке ценных бумаг в СССР и новой России

Первые попытки государственных предприятий в СССР выпустить акции.
По сути эти «акции» представляли собой некие финансовые инструменты, размещаемые преимущественно среди сотрудников и призванные привлечь дополнительные средства для развития предприятия. Одним из первых такие акции выпустило Львовское производственное объединение «Конвейер».
Постановление Совмина СССР N 1119 "О выпуске государственных целевых беспроцентных займов".
Появление новой разновидности ценных бумаг: облигации государственных целевых беспроцентных займов. Размещение осуществлялось исключительно на добровольной основе.
Постановление Совета Министров СССР № 1195 «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг».
Постановление закрепило инициативу выпуска акций государственными предприятиями.
Постановление Совмина СССР N 1178 "О выпуске и порядке распространения государственных казначейских обязательств СССР".
Вводится еще одна разновидность ценных бумаг: государственные казначейские обязательства СССР. Реализуются обязательства Сберегательным банком СССР среди населения на строго добровольной основе с учетом конъюнктуры спроса и рынка.
Постеновление Совета Министров СССР № 590 "Об утверждении положения Об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и положения о ценных бумагах".
Принят закон РСФСР № 445-1 «О предприятиях и предпринимательской деятельности»
Приняты Основы гражданского законодательства Союза ССР и республик № 2211-1.
Закон РСФСР № 1531-1 «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации»
Утверждено Положение Министерства финансов РФ "О лицензировании деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов".
Постановление Совета Министров РСФСР № 78 "Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР".
Постановление Совета Министров РСФСР № 601 "Об утверждении положения Об акционерных обществах".
1987
1988 15 октября
1989 29 января
1989 21 декабря
1990 19 июня
1990 25 декабря
1991 28 декабря
1991 25 декабря
1991 31 мая
1991 3 июля
1992 21 сентября

Краткие выводы

1. Российское государство периодически прилагало определенные усилия для формирования основ рынка ценных бумаг, однако серьезного воздействия на ситуацию это не оказало.

2. В качестве наиболее значимых мер, предпринятых руководством страны, можно выделить следующие:

1) учреждение биржи в Санкт-Петербурге в 1703 году;

2) формирование основ законодательного регулирования биржевой деятельности;

3) стимулирование создания корпоративных организаций, осуществляющих предпринимательскую деятельность.

3. Становление российского фондового рынка происходит только в начале XIX века. Прежде всего, это было связано с новыми попытками размещения государственных ценных бумаг (облигаций) на внутреннем рынке. Нормативной основой данного мероприятия выступил Именной указ «О внутренних в Государстве займах».

4. Бурное развитие торговли на фондовом рынке в 30-х годах XIX века привело к необходимости улучшения нормативной регламентации рынка ценных бумаг и установлению основ государственного надзора за этой сферой. Результатом чего стала разработка и принятие следующих нормативных актов:

1) Высочайше утвержденное Положение о биржевых маклерах, гоф-маклерах, аукционистах, нотариусах, корабельных маклерах, диспашерах и о Биржевом комитете для надзора за благочинием биржевых собраний при Санкт-Петербургском Порте от 12 января 1831 года;

2) Высочайше утвержденный Устав Санкт-Петербургской Биржи от 1832 года;

3) Положение «О компаниях на акциях» от 6 декабря 1836 года.

5. Вплоть до середины 30-х годов XIX века, в том числе из-за отсутствия детального законодательства, в деятельности бирж были сильны черты самоуправления. Государственное воздействие на рынок ценных бумаг осуществлялось лишь в экстренных случаях. Однако повышение рати биржевых сделок в экономике страны привело к необходимости детальной регламентации биржевых институтов.

6. Новым нормативным актом, регулирующим сферу фондового рынка, стало Высочайше утвержденное 27 июня 1900 года Положение Комитета Министров об образовании на Санкт-

Петербургской бирже фондового отдела. Это привело к усилению контроля государства за фондовым рынком.

7. Представляется возможным выделить следующие основные черты сложившегося к началу XX столетия отечественного рынка ценных бумаг:

1) государство, являясь основным эмитентом ценных бумаг, также оказывало поддержку акционерным компаниям, выдавая гарантии на их акции;

2) основной разновидностью ценных бумаг, выпускаемых российскими корпоративными эмитентами, являлись акции;

3) оборот иностранных ценных бумаг на территории России был ограничен;

4) отсутствовали ограничения на обращение ценных бумаг отечественных эмитентов на иностранных рынках;

5) в России отсутствовала упорядоченная система государственного регулирования фондового рынка;

8. В результате Февральской революции 1917 года власть в стране перешла к т. н. Временному Правительству. В числе первых нормативных актов, принятых новым руководством, стали постановления, посвященные проблеме акционерных компаний. Прежде всего, речь идет о Постановлении Временного Правительства от 10 марта 1917 года № 388 «О немедленном облегчении образования акционерных обществ и устранении из их уставов национальных и вероисповедных ограничений». Наиболее серьезные нововведения законодательства можно разбить на следующие группы:

– наделение министра торговли и промышленности правом утверждать и изменять уставы акционерных компаний, а также увеличивать компаниям срок размещения акций (п. 1 Постановления);

– снятие ограничений, связанных с акционерными компаниями, применительно к иностранным и российским гражданам, не исповедывающим христианскую религию (п. 2 и 3 Постановления);

– включение в уставы российских компаний положения о недопущении к управлению делами обществ и товариществ «подданных воюющих с Россией держав» (п. 6 Постановления).

9. Первые меры советской власти фактически были направлены на ликвидацию фондового рынка. Это выразилось в принятии следующих нормативных актов:

– Декрет СНК РСФСР от 29 декабря 1917 года «О прекращении платежей по купонам и дивидендам»;

– Декрет ВЦИК от 21 января 1918 года «Об аннулировании государственных займов»;

– Постановление Высшего совета народного хозяйства о правилах применения декрета об аннулировании государственных займов от 7 марта 1918 года;

– Постановление СНК от 26 октября 1918 года об аннулировании государственных бумаг.

10. В 1920-е годы проявились отдельные особенности эмиссии государственных ценных бумаг, которые широко применялись и в последующие годы:

– преимущественно принудительный характер;

– применение выигрышных схем;

– регулярная конверсия облигаций.

11. В годы НЭПа временно возрождается биржевая торговля ценными бумагами. Это происходит с принятием Постановления СНК от 20 октября 1922 года «О фондовых биржевых операциях». Целесообразно выделить некоторые особенности советского правового регулирования биржевой деятельности на фондовом рынке:

– организованная торговля ценными бумагами могла осуществляться на фондовой бирже или в фондовом отделе при товарных биржах;

– четкий государственный контроль над деятельностью фондовых бирж.

12. В связи с переходом советского государства к рыночным отношениям во второй половине 1980-х годов возникает необходимость в правовой регламентации как новых для советской экономики видов ценных бумаг, так и особенностей их обращения. В рассматриваемое время появляются новые разновидности государственных ценных бумаг. Среди них можно выделить:

– облигации государственных целевых беспроцентных займов;

– государственные казначейские обязательства СССР.

13. Особую роль в развитии отечественного рынка ценных бумаг сыграл процесс приватизации, осуществляемой посредством особой разновидности государственных ценных бумаг – приватизационных чеков (ваучеров). Данные бумаги передавались каждому гражданину России, а также производился их выпуск на предъявителя; как следствие, довольно быстро возник вторичный рынок, на котором и обращались приватизационные чеки.

14. Период с 1991 по 1995 год отличается большим количеством нормативных актов, которые осуществляли правовое регулирование корпораций и рынка ценных бумаг. Зачастую нормативные акты противоречили друг другу, создавая сложности в практическом применении положений нового

законодательства.

Контрольные вопросы

1. Какие меры принимались российским государством в XVIII веке в целях формирования основ рынка ценных бумаг?
2. Какой первый нормативный акт, посвященный регулированию деятельности бирж, был принят в XVIII веке?
3. Какими причинами обусловлено размещение первого выпуска государственных ценных бумаг России за рубежом?
4. Назовите основные положения Именного указа «О внутренних в Государстве займах» 1809 года.
5. Какие нормативные акты были приняты в 30-х годах XVIII века в целях правового регулирования фондового рынка?
6. В чем состояли особенности правового положения биржевых маклеров в XIX веке? Назовите принципы поведения биржевых маклеров.
7. Расскажите об особенностях реформирования российского биржевого законодательства в конце XIX века.
8. Выделите основные черты сложившегося к началу XX века отечественного рынка ценных бумаг.
9. В чем состояли основные последствия государственного регулирования фондового рынка России после начала Первой мировой войны?
10. Какие основные нормативные акты были приняты советской властью в целях ликвидации фондового рынка?
11. Укажите особенности эмиссии государственных ценных бумаг, которые проявились в 1920-е годы и широко применялись впоследствии.
12. Выделите основные особенности советского правового регулирования биржевой деятельности на фондовом рынке.
13. Какие нормативно-правовые акты способствовали возрождению в СССР корпоративных форм осуществления предпринимательской деятельности и закреплению особенностей эмиссии ценных бумаг со стороны частных эмитентов?
14. Выделите основные моменты Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР.
15. Приведите примеры противоречия различных нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг, принятых в конце 1980-х – начале 1990-х годов.

Основная литература

Голицын Ю. П.Фондовый рынок дореволюционной России: Очерки истории. – М.: Деловой Экспресс, 2001. – 279 с.

Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России/сост. по лекциям проф. А. Г. Гусакова. – СПб., 1905.

Залевский В. Г Конверсии государственных долговых обязательств // Законодательство. – М: [б. и.], 2001. – № 1.

Зиноватный П. С. Биржевое право Российской Империи// Винер Ф. А. Биржа/Ф. А. Винер; Под общ. ред., пер. с нем. Р. С. Куракина, К. В. Мротцека. – М.: Волтере Клувер, 2010. – 530с.

Куракин Р. С. Биржевое право: учебное пособие. Т. 1. – М.: Юрлитинформ, 2011. – 520с.

Кардашев В. П.Фондовые биржи в России//Банковая энциклопедия: в 2 т. Т. 2: Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржи и война/под общ. ред. проф. Л. Н. Яснопольского. – Киев: Изд-во Банк, энцикл., 1917. – 412 с. Колоножников Г М. Облигации торгово-промышленных Акционерных Товариществ. Ч. 1. Условия выпуска облигаций. – Томск, 1912.

Лизунов П. В. Биржи в России и экономическая политика правительства, XVIII – начало XX в.: дисс… докт. ист. наук: 07.00.02. – Архангельск, 2002. – 473 с.

Лизунов П. В. Петербургская фондовая биржа и коммерческие банки в России, 1864–1914 гг.//Экономическая история: обозрение. – М.: Изд-во МГУ, 2008. – Вып. 15. (Труды исторического факультета МГУ: Вып. 42).

Молотников А. Е. История развития российского и зарубежного корпоративного законодательства // Корпоративное право: учебник/отв. ред. И. С. Шиткина. – М.: КноРус, 2011. – 1120с. – Гл. 2.

Шепелев Л. Е. Фондовая биржа в России в период 1-й мировой войны (1914–1917) // Исторические записки. – М., 1969. – Т. 84.

Дополнительная литература

Венедиктов А. В. Смешанные акционерные компании// Экономическое Возрождение. – 1922. – № 1.

Голицын Ю. П.Декрет21 января 1918 года (об аннулировании государственных займов) и его социально-экономические последствия // Биржевое обозрение. – М.: ИД «РЦБ», 2010. – № 12(84).

Гаттенбергер К. К.Законодательство и биржевая спекуляция. – Харьков, 1872.– 255 с.

Жолобова Г. А. Правовое регулирование биржевой деятельности в Российской империи на рубеже XIX–XX вв.// Правоведение. – 2003. -№ 1. – С. 233–246. – Электрон, вере, печат. публ. – URL: http://www.Law. ed u.ru./a rticle/articLe.a sp?a rticle I D=1899 34.

Кондратьев Д. «Опасная обуза» для рынка. Махинации на бирже в царской России // Ценные бумаги – 2006. – № 2.

Лексис В. Торговля. Ч. 2. Фондовая биржа и внутренняя торговая политика/под. ред. и с доп. М. И. Боголепова. – Рига: Наука и жизнь, 1914,– 160 с.

Мигулин П. П.Русский государственный кредит (1769–1899): опыт историко-критического обзора: в 3 т. – Т. 1. – Харьков, 1899. – 629 с. Кротов Н., Никульшин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы: в 2 кн. – М.: Экономическая летопись, 2007,– 504 с.

Потемкин А. П.Становление и развитие рынка ценных бумаг России: автореф. дис…. канд. экон. наук. – М., 1999. – 147с.

Судейкин В.Т. Биржевая игра на Петербургской бирже (ее причины и последствия). – СПб., 1897.

Глава 4
Современное российское законодательство о рынке ценных бумаг

В целом тенденция развития российского фондового рынка мне импонирует, потому что он, в отличие от других видов бизнеса, вырос не сверху – от государства, а снизу – от его участников. Под уже развивающийся рынок создавались законы, подзаконные акты, требования, лицензии и т. д., а это значит, что фондовый рынок – реальная, а не искусственная система.

Михаил Слипенчук, из интервью журналу «Рынок ценных бумаг», № 9, 2012 год

1. Особенности нормативного регулирования рынка ценных бумаг в РФ.

2. Современные тенденции развития российского законодательства о рынке ценных бумаг.

4.1. Особенности нормативного регулирования рынка ценных бумаг в РФ

На развитие рынка ценных бумаг в равной степени воздействуют как частные, так и публичные интересы, это проявляется и в особенностях нормативного регулирования данной сферы общественных отношений. В целях наиболее эффективной регламентации функционирования рынка требуется, чтобы *нормативные акты были направлены на максимально возможное достижение баланса между интересами государства, общества и отдельных участников оборота.* С одной стороны, необходимо обеспечить наиболее комфортные условия для обращения ценных бумаг и совершения различных сделок с финансовыми инструментами между участниками, а с другой – нужно снизить риск нарушения прав участников рынка с помощью обязательной государственной регистрации выпуска ценных бумаг, требований к эмитентам о раскрытии информации и т. д.[284]

Во многом необходимость нахождения баланса между частными и публичными интересами и приводит *к комплексному характеру нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг.* При этом следует особо подчеркнуть, что комплексность вообще является признаком законодательства о предпринимательской деятельности[285].

В основе правового регулирования рынка ценных бумаг лежат именно **конституционные нормы,** содержащие различные базовые принципы, например, гарантирующие **свободу экономической деятельности** (ч. 1 ст. 8 Конституции РФ). Данный принцип получил свое развитие в ст. 34 Конституции РФ. В ней закреплено, что каждый имеет право на свободное использование своих способностей и имущества для предпринимательской и иной не запрещенной законом экономической деятельности. При этом особо оговаривается недопустимость экономической деятельности, направленной на монополизацию и недобросовестную конкуренцию.

Также в ч. 1 ст. 8 Конституции РФ закреплен принцип, напрямую влияющий на развитие фондового рынка, – гарантия единства экономического пространства и свободного перемещения товаров, услуг и финансовых средств[286].

Если в советский период отсутствовали общие правила выпуска государственных облигаций, а размещения нередко происходили в принудительном порядке, то Конституция РФ

закрепляет принципиально иной подход к эмиссии государственных ценных бумаг: ч. 4 ст. 75 предусматривает, что государственные займы выпускаются в порядке, определяемом федеральным законом, и размещаются на добровольной основе.

Следует отметить, что международные договоры не играют серьезной роли в регулировании отношений на отечественном рынке ценных бумаг. В современной истории правового регламентирования фондового рынка известны попытки на межгосударственном уровне нормативно унифицировать отдельные отношения, возникающие на рынке ценных бумаг. Наиболее ярким примером являются *модельные законодательные положения для государств – участников СНГ о рынке ценных бумаг*[287], а также о *защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг* [288]. Во многом причина слабого влияния подобных актов на рынок ценных бумаг в России состоит в том, что они носят рекомендательный характер (см., например, ст. 1 Модельных законодательных положений).

Помимо этого, Россия отказалась стать участником[289] другого международного договора, *Соглашения о регулировании межгосударственного рынка ценных бумаг,* подписанного в Минске 22 января 1993 года. Предполагалось, что этот документ станет основой для создания единого фондового рынка стран СНГ, упрощая деятельность эмитентов и инвесторов. Кроме этого, декларировалось, что стороны Соглашения признают целесообразным сближение и последующую унификацию законодательства о ценных бумагах[290]. Очевидно, что положения данного Соглашения остались сугубо декларативными, так как реальных шагов по созданию единого рынка ценных бумаг предпринято не было. В конечном итоге ряд других государств, первоначально подписавших международный договор, отказались стать его участниками[291].

Нормативные акты, регулирующие отношения, которые возникают на рынке ценных бумаг, *классифицируются по трем базовым основаниям*[292]:

1) юридическая сила и место в иерархии нормативно-правовых актов;

2) установленные в ст. 71–73 Конституции РФ сферы законодательного регулирования;

3) масштаб действия.

Теперь остановимся более подробно на каждом из вышеназванных оснований.

1. Юридическая сила и место в иерархии нормативно-правовых актов.

Данное основание классификации нормативных актов является наиболее распространенным. В нем выделяются следующие группы:

1) федеральные законы;

2) подзаконные нормативные акты.

К первой группе относятся следующие **базовые акты:**

– Гражданский кодекс Российской Федерации: часть первая от 30 ноября 1994 года № 51-ФЗ, часть вторая от 26 января 1996 года № 14-ФЗ, часть третья от 26 ноября 2001 года № 146-ФЗ;

– Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 года № 195-ФЗ;

– Уголовный кодекс Российской Федерации от 13 июня 1996 года № 63-ФЗ;

– Налоговый кодекс Российской Федерации: часть первая от 31 июля 1998 года № 146-ФЗ, часть вторая от 5 августа 2000 года № 117-ФЗ;

– Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»;

– Федеральный закон от 5 марта 1999 года № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»;

– Федеральный закон от 25 февраля 1999 года № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений»;

– Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»;

– Федеральный закон от 7 февраля 2011 года № 7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности»;

– Федеральный закон от 7 декабря 2011 года № 414-ФЗ «О центральном депозитарии»;

– Федеральный закон от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ «Об организованных торгах»;

– Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»;

– Федеральный закон от 8 февраля 1998 года № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»;

– Федеральный закон от 28 ноября 2011 года № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе»;

– Федеральный закон от 21 декабря 2001 года № 178-ФЗ «О

приватизации государственного и муниципального имущества».

Разумеется, ключевыми для фондового рынка нормативными актами из перечисленных выше являются **Гражданский кодекс** и **Закон о рынке ценных бумаг.** Если первый содержит положения о понятии ценной бумаги, об особенностях совершения сделок с ними, то второй регламентирует деятельность государственных контролирующих органов, закрепляет правовой статус эмитентов и профессиональных участников рынка.

> Закон о рынке ценных бумаг был внесен в Государственную Думу в декабре 1994 года[293] группой депутатов во главе с Евгением Бушминым. Принятие закона сопровождалось широким общественным обсуждением[294], особенно учитывались различные подходы к регулированию фондового рынка, выражаемые ФКЦВ и Банком России[295]. При этом отдельные исследователи отмечают, что при разработке закона в качестве образца для построения рынка использовалась модель фондового рынка США. Это было вполне объяснимо, поскольку американские правовые решения, используемые при организации рынка, на практике доказали свою эффективность и разумность[296].

Несмотря на созвучность терминов, *понятие «законодательство о ценных бумагах» не совпадает с «законодательством о рынке ценных бумаг».* Во втором случае мы сталкиваемся с более объемной нормативной базой, регулирующей различные отношения, которые возникают в связи с функционированием рынка ценных бумаг. Данное обстоятельство уже отмечалось в специальной литературе[297].

> Интересна предложенная А. В. Габовым систематизация различных обозначений в отечественном законодательстве нормативных актов, регулирующих сферу рынка ценных бумаг. Итак, используются следующие термины: «законодательство о ценных бумагах», «законы о ценных бумагах», «законодательство о защите прав и законных интересов инвесторов», «законодательство Российской Федерации о государственных (муниципальных) ценных бумагах» и т. д. Как справедливо отмечает исследователь, использование всех этих конструкций бессистемно. Что характерно, в одном и том же нормативном акте ссылка

на законодательство может использоваться в самых разных видах[298]. Вместо сложившейся практики А. В. Габов предлагает использовать в качестве основной категории «законодательство о рынке ценных бумаг», а также «законодательство о защите прав и законных интересов участников рынка ценных бумаг»[299].

Изучение правового регулирования фондового рынка нельзя ограничить исключительно положениями о ценных бумагах, содержащимися в Гражданском кодексе или Законе о рынке ценных бумаг. При этом вряд ли можно согласиться с точкой зрения о том, что нормы, содержащиеся в актах, относящихся к законодательству о ценных бумагах, имеют приоритет над нормами актов, принадлежащих законодательству о рынке ценных бумаг[300]. Ведь применительно к данному случаю действующее законодательство не содержит презумпции приоритета одних нормативных актов, регулирующих определенные отношения, над другими только на основании предмета регулирования.

Одна аз особенностей законодательства о рынке ценных бумаг заключается в его тесной связи с корпоративным законодательством. Так, в Законе об акционерных обществах содержится множество норм, напрямую связанных с регулированием рынка ценных бумаг и, прежде всего, с порядком выпуска и размещения акций и облигаций.

В последнее время **наметилась тенденция увеличения общего числа специальных законов, регулирующих рынок ценных бумаг.** Еще несколько лет назад наблюдалась своеобразная «монополия» Закона о рынке ценных бумаг на правовое регулирование отношений, возникающих на фондовом рынке. Теперь же в связи с усложнением отношений, возникающих на рынке, данная сфера регулируется целым комплексом федеральных законов[301].

Среди перечисленных выше законов можно выделить *нормативные акты, преимущественно посвященные регулированию отношений, возникающих на рынке ценных бумаг.* Например, Закон о защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг или Закон о центральном депозитарии. Другие же законы, в первую очередь, регулируют иные сферы экономической деятельности, хотя и содержат отдельные нормы, затрагивающие рынок ценных бумаг. В частности, это Закон об акционерных обществах или Закон о приватизации. Следует отметить, что на рынок ценных бумаг оказывают воздействие и иные не указанные выше законодательные акты. Это и Федеральный закон от 13

марта 2006 года № 38-ФЗ «О рекламе», и Федеральный закон от 27 июля 2006 года № 152-ФЗ «О персональных данных», и многие другие. Специфика регулирующего воздействия отдельных законодательных актов на рынок ценных бумаг будет рассмотрена в следующих разделах данного учебника.

К основным **подзаконным нормативным актам,** регулирующим фондовый рынок, относятся следующие:

– Указ Президента РФ от 4 ноября 1994 года № 2063 «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации»;

– Постановление Правительства РФ от 1 декабря 2012 года № 1238 «О государственной регистрации условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг, изменений, вносимых в условия эмиссии и обращения этих ценных бумаг, а также об отчетах о проведенной эмиссии»;

– Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам, от 25 января 2007 года № 07-4/пз-н;

– Приказ ФСФР РФ от 4 октября 2011 года № 11–46/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»;

– Постановление ФКЦВ РФ от 2 октября 1997 года № 27 «Об утверждении Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг»;

– Приказ ФСФР РФ от 28 декабря 2010 года № 10–78/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»;

– Приказ ФСФР РФ от 20 июля 2010 года № 10–49/пз-н «Об утверждении Положения о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг»;

– Приказ ФСФР РФ от 18 марта 2008 года № 08–12/пз-н «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами»;

– Приказ Минфина РФ от 6 апреля 2001 года № 30н «Об утверждении стандартов раскрытия информации о ценных бумагах субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумагах, содержащейся в решении о выпуске ценных бумаг субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг и в отчете об итогах эмиссии этих ценных бумаг, формы заявления о государственной регистрации акта, содержащего условия эмиссии ценных бумаг, и формы представления отчета об итогах эмиссии ценных бумаг субъекта

Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг»;

– «Положение об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг», утвержденное Банком России 25 марта 2003 года № 219-П;

– и многие другие.

Указы Президента РФ играли ключевую роль в регулировании фондового рынка в первые годы существования нового государства (в особенности после политического кризиса в 1993 году). Именно в это время были приняты многие указы, затрагивающие сферу рынка ценных бумаг. Однако после принятия Закона о рынке ценных бумаг и появления Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ значение указов Президента РФ постепенно снизилась.

> От указов необходимо отличать поручения и указания Президента РФ[302]. Они не являются нормативными актами и даются в целях решения определенной задачи, стоящей перед государством. Поручения содержатся в указах, распоряжениях и директивах Президента РФ, а указания оформляются в виде резолюций. Например, Президент РФ по итогам заседания Международного консультативного совета по созданию и развитию международного финансового центра в РФ, которое состоялось 28 октября 2011 года, дал целый ряд поручений, касающихся фондового рынка[303]. Например, было поручено подготовить предложения об упрощении допуска ценных бумаг иностранных эмитентов на российский финансовый рынок и о возможности раскрытия информации о таких ценных бумагах и об их эмитентах перед квалифицированными инвесторами на иностранном языке, наиболее часто используемом в деловом обороте.

Основная часть подзаконных нормативных актов, регулирующих отношения на фондовом рынке принимается федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг. В настоящее время это **Федеральная служба по финансовым рынкам**[304]. Именно на основании нормативно-правовых актов этого ведомства осуществляется эмиссия ценных бумаг, раскрывается информация, происходит лицензирование деятельности профессиональных участников рынка и т. д.[305] Следует отметить, что ключевые нормативные акты подлежат обязательному согласованию с Министерством финансов (например, стандарты эмиссии ценных бумаг или обязательные

требования к порядку ведения реестра владельцев именных ценных бумаг[306]).

> Первоначально при формировании системы государственного регулирования рынка ценных бумаг был закреплен специальный порядок вступления в силу нормативных актов Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ. В частности, нормативные акты, изданные в пределах полномочий ФКЦБ, вступали в силу со дня их официального опубликования и не нуждались в дополнительной регистрации[307]. Не предусматривалась обязательная государственная регистрация и в принятом в 1996 году Законе о рынке ценных бумаг. Вероятно, исключение из правил для ФКЦВ было сделано в связи с необходимостью в максимально короткие сроки сформировать принципиально новое законодательство о фондовом рынке. При этом даже было учреждено отдельное издание для официального обнародования нормативных актов – Вестник ФКЦБ[308]. Ситуация стала иной только в 1998 году, когда соответствующие изменения были внесены ст. 43 Закона о рынке ценных бумаг[309]. В настоящее время нормативные акты Федеральной службы по финансовым рынкам – правопреемника ФКЦВ – подлежат государственной регистрации в Министерстве юстиции РФ.

Однако нельзя забывать и о других федеральных органах исполнительной власти, занимающихся нормотворчеством в указанной сфере. Например, это **Правительство Российской Федерации,** которое, в первую очередь, регулирует отношения на рынке государственных ценных бумаг, регламентирует особенности осуществления инвестиций страховых взносов, поступивших в Пенсионный фонд и т. п.

Министерство финансов Российской Федерации занимает важное положение среди органов государственной власти, осуществляющих регулирование фондового рынка. До недавнего времени это министерство в основном регламентировало особенности выпуска и обращения государственных ценных бумаг[310]. Однако с 2011 года оно было наделено правом осуществлять разработку главных направлений развития рынка ценных бумаг и координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг[311].

Как известно, **Центральный банк Российской Федерации**

обладает правом издавать общеобязательные нормативные акты[312]. В том числе они могут осуществлять регулирование отношений, возникающих на рынке ценных бумаг (например, эмиссия кредитных организаций).

Особое значение для регулирования рынка ценных бумаг имеют акты рекомендательного характера, издаваемые органами государственной власти. В начале 2000-х годов большие надежды по повышению уровня регулирования корпоративных отношений, а также рынка ценных бумаг связывались с **Кодексом корпоративного поведения**[313]. Многие эксперты сходятся во мнении, что положения Кодекса, касающиеся контроля финансово-хозяйственной деятельности общества и защиты интересов инвесторов, перекликаются с нормами закона Сарбейнса-Оксли (США)[314]. Правда, зарубежный аналог обязателен для исполнения, в отличие от российского[315].

Принятие кодексов корпоративного поведения в различных государствах выступило своеобразной попыткой повышения инвестиционной привлекательности компаний и снижения негативного эффекта от их внутренних конфликтов и противоречий, которые трудно урегулировать на уровне законодательства.

Одним из первых модельных сводов стандартов корпоративного управления стали Принципы корпоративного управления, представленные Организацией экономического сотрудничества и развития (далее – Принципы ОЭСР), принятые в мае 1999 года и в обновленной редакции – в 2004 году.

В 2000–2002 годах правительствами разных стран и компаниями было принято около 90 кодексов корпоративного управления. В частности, в Великобритании был принят Кодекс принципов корпоративного управления (The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice, 2000 год), в Германии – Кодекс корпоративного управления (German Code of Corporate Governance, 2000 год), в Италии – Кодекс корпоративного поведения 2002 года и т. д.[316]

Мировой финансовый кризис 2008–2009 годов привел к дополнению и уточнению ряда значимых аспектов корпоративного управления, пересмотру содержания кодексов в ряде юрисдикций (в Великобритании, в некоторых странах ЕС).

Однако российский Кодекс корпоративного поведения так и остался сугубо декларативным документом, положения которого соблюдает ограниченное число российских акционерных обществ. Стоит отметить, что исполнение его требований, прежде всего, важно для акционерных обществ, акции которых обращаются на фондовой бирже. Дело в том, что организаторы торговли на

рынке ценных бумаг обычно требуют соблюдать положения Кодекса для включения ценных бумаг эмитента в котировальные листы[317].

За рубежом акты рекомендательного характера довольно широко применяются в практике регулирования рынка ценных бумаг. К примеру, это справедливо для Комиссии по ценным бумагам и деривативам (SFC) Гонконга как одного из международных финансовых центров. Итак, SFC, помимо обязательных для исполнения нормативных актов, имеет право выпускать рекомендательные акты (codes, guidelines)[318], которые не являются общеобязательными, и их нарушение или неисполнение не ведет к применению санкций в отношении участников рынка. Однако сам факт несоблюдения положений рекомендательного акта может иметь доказательственное значение в случае разбирательства, вызванного нарушением иного положения законодательства о фондовом рынке. При этом суд при вынесении решения будет учитывать и факт несоблюдения норм соответствующего рекомендательного акта[319].

Вызывают интерес примеры включения в содержание кодексов религиозных правил поведения. Например, в разделе 9 Кодекса корпоративного управления Королевства Бахрейн (от 16 марта 2010 года), отмечено, что компании, которые относят себя к Исламским, обязаны следовать Законам Шариата. При этом они подвергаются дополнительному регулированию и обязаны раскрывать больший массив информации различным группам стейкхолдеров, чтобы доказать свое следование указанным Законам[320].

Довольно ограниченное применение положений Кодекса приводит некоторых авторов к выводу о том, что его рекомендации носят в первую очередь морально-этический характер[321]. Более широкое распространение положений этого акта можно было обеспечить либо созданием условий, которые бы делали выгодным для компаний его применение, либо использованием силы неформального убеждения со стороны органов государственной власти и общественных организаций. Но в настоящее время прогнозировать широкое применение Кодекса корпоративного поведения не представляется возможным.

Необходимо отличать рекомендательные кодексы от типовых,

которые могут утверждаться органами государственной власти. Например, типовой Кодекс профессиональной этики управляющих компаний, специализированного депозитария, брокеров, осуществляющих деятельность, связанную с формированием и инвестированием накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих[322]. Типовые кодексы содержат в себе общеобязательные правила, которые должны соблюдаться участниками соответствующих отношений.

2. Установленные в ст. 71–73 Конституции РФ сферы законодательного регулирования.

В соответствии с данным критерием выделяются федеральные законы, которые принимаются в сфере ведения Российской Федерации и в сфере ее совместного ведения с субъектами РФ, а также законы субъектов РФ (ст. 71–73 Конституции РФ). Учитывая, что федеральное законодательство было подробно рассмотрено выше, следует обратиться к **законодательству субъектов.**

В основной своей массе нормативные акты, принимаемые субъектами РФ в отношении фондового рынка, посвящены особенностям выпуска государственных ценных бумаг. Например, Постановление Правительства Москвы от 28 декабря 2005 года № 1051-ПП «О порядке эмиссии облигаций Городского облигационного (внутреннего) займа Москвы». Отдельные нормы содержатся в актах субъектов РФ, регулирующих порядок распоряжения принадлежащими им ценными бумагами (преимущественно акциями). Закон г. Москвы от 19 декабря 2007 года № 49 «Об основах управления собственностью города Москвы», Закон Астраханской области от 19 апреля 2006 года № 7/2006-03 (ред. от 20 апреля 2012 года) «О порядке управления и распоряжения государственной собственностью Астраханской области»; Закон Ульяновской области от 6 мая 2002 года № 020-30 (ред. от 2 мая 2012 года) «О порядке управления и распоряжения государственной собственностью Ульяновской области» и т. д.

> На первых этапах функционирования фондового рынка в нашей стране наблюдалось недопустимое вторжение законов субъектов РФ в сферу регулирования федерального законодательства. В частности, знаменательно принятие Закона г. Москвы «Об административной ответственности за правонарушения в сфере рынка ценных бумаг». На первый взгляд, здесь идет речь об установлении административной ответственности в сфере совместного ведения РФ и ее

субъектов. Однако, как отметила Ю.А. Метелева, рынок ценных бумаг регулируется финансовым законодательством. При этом п. «ж» ст. 71 Конституции РФ относит регулирование отношений в области финансов к компетенции Федерации, а не ее субъектов[323]. Следовательно, принятие субъектом РФ специального закона об административной ответственности на фондовом рынке недопустимо.

Весьма показателен опыт сочетания федерального и регионального законодательства о рынке ценных бумаг в США [324]. Здесь фондовый рынок в равной степени регулируется как нормами федерального законодательства, так и законами штатов. Например, в зависимости от различных обстоятельств обращение ценных бумаг регламентировано нормативными актами обоих уровней. В настоящее время базовыми федеральными законами являются следующие:

– **The Securities Act of 1933** регулирует публичные предложения ценных бумаг, в том числе запрещает их предложение и продажу, если они не зарегистрированы в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC);

– **The Securities Exchange Act of 1934** был учрежден SEC, регулирует обращение ценных бумаг, предусматривает раскрытие информации, содержит требования к публичным компаниям;

– **The Trust Indenture Act** of 1939 регулирует публичное размещение долговых ценных бумаг объемом свыше 10 млн долларов;

– **The Investment Company Act of** 1940 наделяет SEC правом контроля публичных компаний, действующих в сфере инвестиций на рынке ценных бумаг;

– **The Investment Advisers Act of 1940** регулирует регистрацию и деятельность инвестиционных консультантов;

– **The Securities Investor Protection Act of 1970** устанавливает механизм ликвидации инвестиционных компаний и урегулирования претензий их клиентов. На основе этого акта была создана the Securities Investor Protection Corporation (SIPC);

– **The Sarbanes-Oxley Act of 2002** опосредовал реформу корпоративного управления, прежде всего, связанную с раскрытием информации и ужесточением ответственности руководителей компаний;

– **The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010** устанавливает систему защиты потребителей финансовых услуг, регулирует рынки деривативов,

хедж-фонды, раскрытие информации корпорациями;

– The Jumpstart Our Business Startups Act of 2012 направлен на оказание поддержки субъектам предпринимательства в привлечении финансовых средств на публичных рынках капитала посредством снижения нормативных требований и государственного контроля по отношению к эмитентам соответствующих финансовых инструментов.

Законы штатов, регулирующие фондовый рынок, получили общее название **«blue sky» laws (законы голубого неба)**[325]**.** Сфера компетенции этих законов следующая:

1) они осуществляют регулирование брокерской и дилерской деятельности;

2) регламентируют регистрацию ценных бумаг, которые предлагаются к продаже и торгуются в определенном штате;

3) устанавливают санкции за мошеннические действия.

3. Масштаб действия

В соответствии сданным критерием выделяют:

1) нормативные акты **централизованного** правового регулирования, издаваемые органами государственной власти

2) акты **локального** регулирования:

– внутренние акты;

– акты, требующие санкционирования со стороны государственных органов (устав)[326].

Основной интерес представляют **локальные акты эмитентов** (уставы[327], положения и т. п.[328]), которые регламентируют порядок эмиссии ценных бумаг, порядок раскрытия информации, а также акты организаторов торговли на рынке ценных бумаг[329].

Рассматриваемые в настоящем разделе локальные акты ни в коем случае нельзя смешивать с т. н. индивидуальными актами (например, решение общего собрания акционеров о выплате дивидендов за год)[330]. Данные корпоративные акты не носят нормативного характера и принимаются для принятия решения по конкретной ситуации, то есть не вырабатывают общего правила поведения.

Стоит отметить, что в деле регулирования фондового рынка традиционно играют особую роль **обычаи**[331]**.** Это обусловлено быстрым развитием отношений, возникающих на фондовом рынке. Нормативные акты просто-напросто не в состоянии охватить все ситуации, возникающие на рынке ценных бумаг, в связи с этим участники рынка самостоятельно вырабатывают правила поведения в той или иной сфере.

Согласно п. 1 ст. 5 Гражданского кодекса РФ обычаем признается сложившееся и широко применяемое в какой-либо области предпринимательской или иной деятельности, не

предусмотренное законодательством правило поведения, независимо от того, зафиксировано ли оно в каком-либо документе. Следует учитывать, что обычаи, противоречащие обязательным для участников соответствующих отношений положениям законодательства или договору, не применяются (п. 2 ст. 5 ГК РФ). Чаще всего обычаи встречаются на внебиржевом рынке, так как организаторы торговли на рынке ценных бумаг стараются проводить мониторинг практики осуществления торгов, совершения участниками сделок и проведения расчетов, внося соответствующие изменения в локальные нормативные акты[332].

> В Европейском Союзе при решении вопроса о том, содержатся ли в действиях определенного лица признаки манипулирования рынком, применяются так называемые Общепринятые обычаи рынка[333] (Accepted Market Practices')[334]. Под этим понимается[335] «практика поведения, которая обоснованно ожидается на одном или нескольких финансовых рынках и принимается в качестве правомерной компетентным органом на основе опубликованных правил, принятых Европейской комиссией в соответствии с процессом, указанным в статье 17 «2а».

Таким образом, можно выделить следующие особенности правового регулирования рынка ценных бумаг:

1) комплексный характер законодательных актов, включающих в себя нормы нескольких отраслей права;

2) усиливающаяся тенденция к увеличению общего числа и специализации законов, регулирующих рынок ценных бумаг;

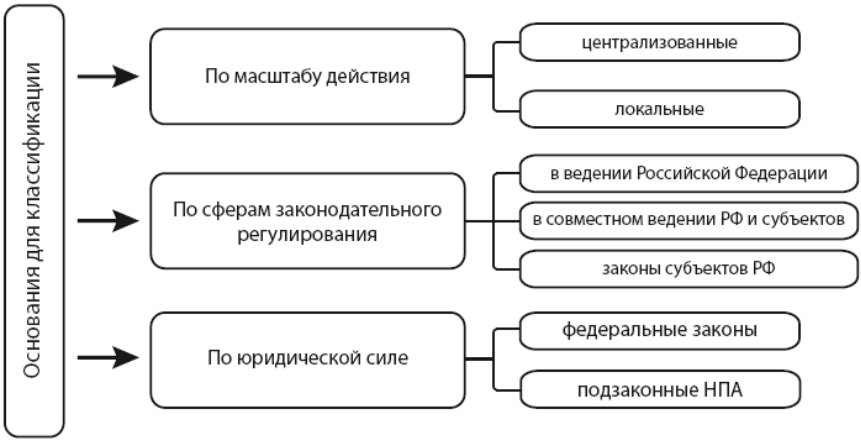
3) тесная связь законодательства о рынке ценных бумаг с корпоративным законодательством;

4) большое значение подзаконных нормативных актов, принимаемых, прежде всего, Федеральной службой по финансовым рынкам;

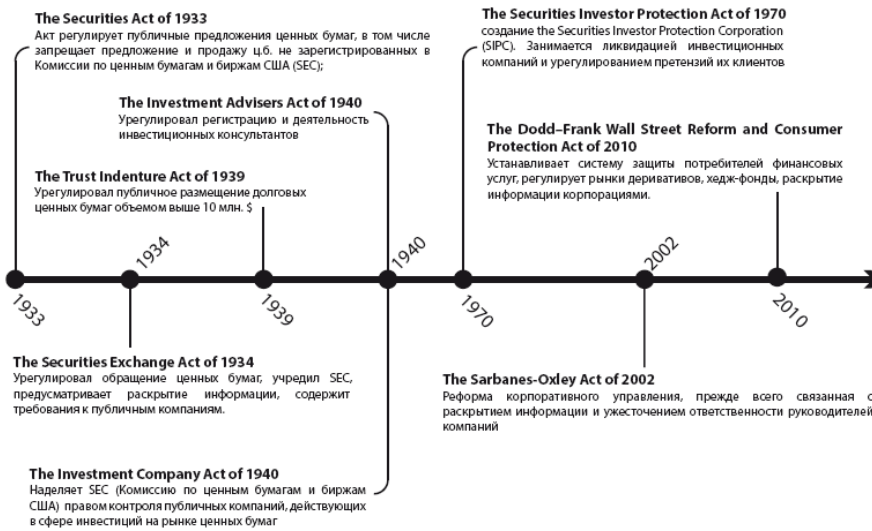
5) регулярное изменение нормативных актов, вызванное постоянной трансформацией и усложнением отношений на фондовом рынке;

6) важное значение локальных нормативных актов участников рынка (например, фондовых бирж), обычаев, а также, в меньшей степени, актов рекомендательного характера (Кодекс корпоративного поведения).

Основания классификации нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг в России.



Базовые законы США


The Securities Act of 1933
Акт регулирует публичные предложения ценных бумаг, в том числе запрещает предложение и продажу ц.б. не зарегистрированных в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC);
The Investment Advisers Act of 1940
Урегулировал регистрацию и деятельность инвестиционных консультантов
The Trust Indenture Act of 1939
Урегулировал публичное размещение долговых ценных бумаг объемом выше 10 млн. $
The Securities Investor Protection Act of 1970
создание the Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Занимается ликвидацией инвестиционных компаний и урегулированием претензий их клиентов
The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010
Устанавливает систему защиты потребителей финансовых услуг, регулирует рынки деривативов, хедж-фонды, раскрытие информации корпорациями.
1933
1934
1939
1940
1970
2002
2010
The Securities Exchange Act of 1934
Урегулировал обращение ценных бумаг, учредил SEC, предусматривает раскрытие информации, содержит требования к публичным компаниям.
The Investment Company Act of 1940
Наделяет SEC (Комиссию по ценным бумагам и биржам США) правом контроля публичных компаний, действующих в сфере инвестиций на рынке ценных бумаг
The Sarbanes-Oxley Act of 2002
Реформа корпоративного управления, прежде всего связанная с раскрытием информации и ужесточением ответственности руководителей компаний

4.2. Современные тенденции развития российского законодательства о рынке ценных бумаг

> *…на наш взгляд, нужно корректировать закон. Опять же все сводится к базовой проблеме: на финансовых рынках невозможно все прописать, рынок развивается быстрей любой нашей законодательной инициативы.*
>
> *Дмитрий Панкин, глава ФСФР, из интервью газете Ведомости, январь 2013 года*

В настоящее время происходит серьезная трансформация основ законодательного регулирования предпринимательской деятельности[336]. Не стало исключением и законодательство о рынке ценных бумаг. Во многом *изменение правового регулирования фондового рынка обусловлено следующими причинами:*

1. Мировой финансовый кризис продемонстрировал необходимость как изменения подходов к государственному регулированию фондового рынка, так и потребность в совершенствовании нормативных актов, регулирующих функционирование рынка[337].

2. Возникла острая потребность в систематизации законодательства о рынке ценных бумаг.

Основы законодательного регулирования фондового рынка формировались в 1990-х годах. Данный процесс происходил спонтанно

б условиях долгого отсутствия рынка ценных бумаг. Нередко разработчикам нормативных актов приходилось предполагать, как будут развиваться общественные отношения на рынке, и в соответствии со своими представлениями осуществлять регулирование «на будущее»[338]. В дальнейшем хоть и предпринимались попытки изменения отдельных положений законодательства, однако все они носили несистемный характер, то есть отличались «точечным» реформированием.

3. Отношения на рынке ценных бумаг стали развиваться

более интенсивно. В результате этого возникла необходимость в реформе отечественного законодательства о фондовом рынке, а, возможно, и пересмотр подходов к базовым основам правового регулирования данной сферы.

Следует отметить следующие *основные направления дальнейшего реформирования законодательства о рынке ценных бумаг:*

1) изменение основополагающих подходов к правовому регулированию рынка ценных бумаг;

2) совершенствование отдельных правовых институтов.

В первом случае ключевой вопрос заключается в том, каким образом осуществлять правовое регулирование фондового рынка: путем прямого нормативного регулирования определенных отношений либо при помощи норм-принципов, содержащих общие подходы к регламентации деятельности на рынке ценных бумаг.

Как уже отмечалось исследователями, отечественное регулирование рынка ценных бумаг основывается на императивных принципах, при этом диспозитивные методы практически не используются [339].

По мнению В. В. Сергеева, фактически существует два подхода к регулированию: **на основе принципов** и **на основе правил.** При этом он полагает, что регулирование *на основе принципов* противоречит задаче, которая ставится перед государственными органами, – добиться максимальной юридической определенности их решений. С учетом этого необходимая комбинация регулирования, основанного на правилах и основанного на принципах, может быть достигнута во взаимодействии между государственным органом и саморегулируемыми организациями[340].

> Представители НАУФОР критикуют современную систему правового регулирования. С их точки зрения, сложившийся на российском финансовом рынке регулятивный стиль, отличающийся высокой степенью конкретности, не дает общих правовых ответов на вопросы, не имеющие прямого регулирования, – и носит, по сути, *разрешительный характер регулирования.* Существующая правовая парадигма – *регулирование* ***на основе правил*** *– полностью исключила финансовый инжиниринг в России.* Для того, чтобы создать новый финансовый акт, приходится принимать нормативные акты, вносить изменения в законодательство. Регулирование лишено минимальной гибкости и

динамичности, что препятствует развитию финансового рынка. Формальность регулирования заставляет постоянно вносить изменения в нормативные акты и приводит к бессмысленной «регулятивной горячке» [341].

Ярким примером указанного подхода является Великобритания. Именно там регулирующие органы долгое время подчеркивали необходимость большего внимания к регулированию, основанного на правилах (principles-based approach)[342]. Однако финансовый кризис заставил регулирующие органы скорректировать свои подходы, что привело к усилению вмешательства государства в процессы, происходящие на рынке[343].

В свою очередь Е. В. Зенькович критикует нормотворчество федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (ФКЦВ и впоследствии ФСФР), которое, по мнению исследователя, привело к тому, что в отношении одного и того же круга вопросов в частях, не противоречащих друг другу, действуют несколько принятых в разное время актов. Примечательно, что регламентация одних вопросов страдает излишней детализацией, а других – напротив, имеет существенные пробелы в описании предмета регулирования[344].

При рассмотрении перспектив регулирования отечественного рынка ценных бумаг все же нецелесообразен переход к регулированию исключительно *на основе принципов*. С одной стороны, предоставление участникам рынка максимальной свободы в создании финансовых инструментов может спровоцировать волну мошеннических действий недобросовестных эмитентов. А с другой стороны, справедливо замечание о неэффективности преимущественно императивного воздействия. *Следовательно, для оптимального правового регулирования отношений, возникающих на фондовом рынке, требуется наличие баланса между двумя подходами.*

Подход, связанный с **совершенствованием отдельных правовых институтов,** нашел свое отражение в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года[345], направленной на создание в России *самостоятельного финансового центра*. Согласно разделу III Стратегии результатом реализации положений данного документа должно стать усовершенствование правового регулирования.

Для достижения указанной цели предполагается

сосредоточиться на следующих задачах:

– повысить эффективность регулирования финансового рынка путем развития системы пруденциального (предварительного) надзора в отношении участников финансового рынка, унифицировать принципы и стандарты деятельности участников финансового рынка, а также взаимодействия государственных органов с саморегулируемыми организациями;

– снизить количество административных барьеров и упростить процедуру государственной регистрации выпусков ценных бумаг;

– обеспечить эффективную систему раскрытия информации на финансовом рынке;

– развивать и совершенствовать корпоративное управление;

– принять действенные меры по предупреждению и пресечению недобросовестной деятельности на финансовом рынке.

При этом, кроме решения указанных задач, предполагается повысить эффективность контрольно-надзорной деятельности Федеральной службы по финансовым рынкам, проводить постоянный анализ применения норм законодательства Российской Федерации и на этой основе совершенствовать нормативно-правовую базу.

Показателен современный опыт реформирования законодательства, регулирующего рынок ценных бумаг в иностранных юрисдикциях[346]. Глобальные финансовые центры Лондона и Нью-Йорка отличаются развитой системой регулирования, основанной на англо-саксонской (прецедентной) системе права. Финансовое законодательство США стремится достаточно четко кодифицировать все правила и меры регулирования, описать финансовые инструменты и рынки **(rule-based regulation).** Такой подход еще в большей степени характерен для стран континентальной Европы. Законодательство Великобритании базируется на принципе «соблюдай или объясняй» **(principles-based regulation)**[347], описывая общие принципы работы финансовых рынков, в то время как участники рынка обязаны соблюдать их или объяснять те ситуации, когда они отклоняются от требований закона. Эти требования часто сознательно формулируются неточно (например, «фирма обязана в должной степени учитывать интересы своих клиентов»), и многое зависит от практического применения этих принципов со стороны регулятора. В

результате такая система является более гибкой и может быстрее адаптироваться к инновациям на финансовых рынках, способствует открытости и конкуренции среди участников МФЦ. Гибкость регулирования привлекла в Лондон значительную часть бизнеса (в особенности, связанного с корпоративным финансированием) глобальных инвестиционных и коммерческих банков.

Гонконг модифицировал свое финансовое законодательство в 2003 году: было упразднено десять законов и принят единый Закон о ценных бумагах и фьючерсах (Securities and Futures Ordinance) в соответствии с международной, прежде всего, британской практикой.

Развивающиеся региональные МФЦ, такие как Дубай, Сингапур и Мумбай, тоже выбрали более гибкую законодательную систему по примеру Лондона. Дубай создал отдельную юрисдикцию на территории МФЦ, которая функционирует согласно особым, близким к британским, стандартам права. Также и правительство Китая, придерживающееся принципов романо-германского (кодифицированного) права, после вступления в ВТО провело реформу финансового законодательства с целью приблизить его к стандартам США и Великобритании.

Интересны и перспективы развития **системы подзаконного регулирования** отношений на фондовом рынке. Во многом это будет зависеть от полномочий соответствующих органов государственной власти. Как известно, в последнее время ведутся споры о сфере компетенций ФСФР как основного регулятора на фондовом рынке. Высказывалась позиция, нашедшая воплощение в законодательстве, о необходимости перераспределить полномочия ФСФР в пользу Министерства финансов[348].

Идейным вдохновителем перераспределения полномочий между ведомствами являлся бывший глава Министерства финансов А. Л. Кудрин. По его замыслам, Минфин должен был объединить регулирование всех финансовых рынков. Он отмечал, что Министерство финансов должно сформировать нормативные акты в области банковской деятельности и надзора на страховых рынках. После введения новой схемы государственного управления предполагалось, что «новая конструкция будет осуществляться во взаимоотношениях с ФСФР: ключевые нормативно-правовые акты будут осуществляться Минфином во взаимодействии с ФСФР, а часть нормативно-правовой работы

будет сосредоточена в ФСФР»[349].

Однако дальнейшего развития идея расширения полномочий Министерства финансов в сфере регулирования фондового рынка не получила. Уже в конце 2011 года по итогам заседания Международного консультативного совета по созданию и развитию международного финансового центра в РФ было принято решение о расширении полномочий ФСФР по предотвращению правонарушений на финансовых рынках, защите интересов инвесторов, в том числе в суде, а также о наделении ее правом разрабатывать и представлять в Правительство Российской Федерации проекты федеральных законов и иных нормативно-правовых актов в сфере регулирования финансовых рынков[350]. Кроме того, с конца 2012 года стати широко обсуждаться планы изменения концепции создания мегарегулятора на финансовых рынках и переподчинить ФСФР Банку России [351].

Таким образом, перспективы изменения правового регулирования фондового рынка обусловлены следующими причинами:

1. Мировой финансовый кризис продемонстрировал необходимость как изменения подходов к государственному регулированию фондового рынка, так и потребность в совершенствовании нормативных актов, регулирующих функционирование рынка.

2. Острая потребность в систематизации законодательства о рынке ценных бумаг, которое сформировалось в 1990-е годы.

3. Интенсивное развитие отношений на рынке ценных бумаг. В связи с постоянно усложняющимися отношениями на рынке ценных бумаг возникает необходимость в реформе отечественного законодательства о фондовом рынке, а, возможно, в пересмотре подходов к базовым основам правового регулирования данной сферы.

В целом существуют следующие основные направления дальнейшего развития законодательства о рынке ценных бумаг:

1) изменение основополагающих подходов к правовому регулированию рынка ценных бумаг;

2) совершенствование отдельных правовых институтов.

Краткие выводы

1. Во многом необходимость нахождения баланса между частными и публичными интересами приводит к комплексному характеру нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг.

2. В основе правового регулирования рынка ценных бумаг лежат именно конституционные нормы, содержащие различные базовые принципы, например, гарантирующие свободу экономической деятельности (ч. 1 ст. 8 Конституции РФ).

3. Нормативные акты, регулирующие отношения, которые возникают на рынке ценных бумаг, классифицируются по трем базовым основаниям:

– юридическая сила и место в иерархии нормативно-правовых актов;

– установленные в ст. 71–73 Конституции РФ сферы законодательного регулирования;

– масштаб действия.

4. Разумеется, ключевыми для фондового рынка нормативными актами из перечисленных выше являются Гражданский кодекс и Закон о рынке ценных бумаг. Если первый содержит положения о понятии ценной бумаги, об особенностях совершения сделок с ними, то второй регламентирует деятельность государственных контролирующих органов, закрепляет правовой статус эмитентов и профессиональных участников рынка.

5. В последнее время наметилась тенденция увеличения общего числа специальных законов, регулирующих рынок ценных бумаг.

6. Особое значение для регулирования рынка ценных бумаг имеют акты рекомендательного характера, издаваемые органами государственной власти. В начале 2000-х годов большие надежды по повышению уровня регулирования корпоративных отношений, а также рынка ценных бумаг связывались с Кодексом корпоративного поведения.

7. В настоящее время происходит серьезная трансформация основ законодательного регулирования предпринимательской деятельности. Не стало исключением и законодательство о рынке ценных бумаг. Во многом изменение правового регулирования фондового рынка обусловлено следующими причинами:

1) мировой финансовый кризис продемонстрировал необходимость как изменения подходов к государственному регулированию фондового рынка, так и потребность в

совершенствовании нормативных актов, регулирующих функционирование рынка;

2) возникла острая потребность в систематизации законодательства о рынке ценных бумаг;

3) отношения на рынке ценных бумаг стали развиваться более интенсивно. В результате этого возникла необходимость в реформе отечественного законодательства о фондовом рынке, а, возможно, в пересмотре подходов к базовым основам правового регулирования данной сферы.

8. Следует отметить следующие основные направления дальнейшего реформирования законодательства о рынке ценных бумаг:

– изменение основополагающих подходов к правовому регулированию рынка ценных бумаг;

– совершенствование отдельных правовых институтов.

Контрольные вопросы

1. В чем состоят причины комплексного характера нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг?
2. Назовите конституционные принципы, влияющие на развитие фондового рынка.
3. По каким основаниям можно классифицировать нормативные акты, регулирующие отношения, возникающие на рынке ценных бумаг?
4. Какие основные федеральные законы регулируют рынок ценных бумаг?
5. Назовите основные подзаконные акты, регулирующие фондовый рынок.
6. В чем состоит отличие указов Президента РФ от его же поручений и указаний?
7. Какие федеральные органы исполнительной власти участвуют в подзаконном нормотворчестве в целях регулирования рынка ценных бумаг?
8. В чем состоит значение Кодекса корпоративного поведения для регулирования отношений, возникающих на фондовом рынке?
9. Каким образом субъекты РФ вправе регулировать отношения, возникающие на рынке ценных бумаг?
10. Расскажите об особенностях нормативного регулирования фондового рынка в США.
11. Каковы основные направления дальнейшего реформирования законодательства о рынке ценных бумаг в России?
12. Обозначьте перспективы развития системы подзаконного регулирования отношений на отечественном фондовом рынке.

Основная литература

Гаджиев Г А. Конституционные основы и пределы правового регулирования корпоративных отношений// Предпринимательское право в рыночной экономике/Отв. ред. Е. П. Губин, П. ГЛахно. – М.: Новая Правовая культура, 2004.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е.Туктаров [и др.]; отв. ред. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. – М.: Статут, 2010. – 268 с.

Губин Е. П.Законодательство о предпринимательской деятельности: состояние, значение, и перспективы развития// Предпринимательское право в рыночной экономике, – М.: Новая Правовая культура, 2004. Предпринимательское право Российской Федерации: учебник/отв. ред. Е. П. Губин, П. Г Лахно. – М.: Норма, 2010. – 687с.

Семилютина Н. Г. Влияние законодательства США о рынке финансовых услуг на российскую практику// Право и экономика. – 2000. – № 2. – С. 50–57.

Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell. – West, 2009. – 415 p.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. What Works in Securities Laws? [Electronic resource]//Tuck School of Business Working Paper. -2003. – URL: http://ssrn.com/abstract=425880. – 40 p.

Дополнительная литература

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.

Зенькович Е. В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование/науч. ред. Л. Л. Попов. – М.: Волтере Клувер, 2007. – 295 с. Кротов Н., Никульшин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы: в 2 кн. – М.: Экономическая летопись, 2007.– 504с.

Предпринимательское право России: учебник/В. С. Белых, Г. Э. Берсункаев, С. И. Виниченко; отв. ред. В. С. Белых. – М.: Проспект, 2009. – 649 с.

Комментарий к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (постатейный)/Ю. Н. Распутный, Н. А. Горбачева, Ж. В. Никитина, Н. И. Гарганджия, Д. А. Вавулин, А. С. Емельянов. – М.: Деловой двор, 2009. – 448 с.

Реформа системы регулирования и надзора на финансовом рынке. Дискуссионный материал НАУФОР [Электронный ресурс]/ Официальный сайт НАУФОР – 2012. – URL: http://www.naufor.ru./tree.asp?n=10116.

Сергеев В. В. Законодательное обеспечение рынка ценных бумаг в условиях модернизации рыночной экономики (с заседания Комиссии по законодательству в сфере деятельности кредитных организаций и финансовых рынков Ассоциации юристов России) // Банковское право. – 2011. – № 4.

Brummer C. Post-american securities regulation [Electronic resource]//California Law Review. – 2010. – URL: http://ssrn.com/abstract=1441508. – 67p.

Principles-based regulation: focusing on the outcomes that matter [Electronic resource], – FSA, 2007. – URL: http://www.fsa.gov.uk/pubs/ other/principles.pdf. – 26p.

Глава 5
Ценные бумаги, производные финансовые инструменты и их виды

Теория ценных бумаг не в меньшей, а, быть может, в большей степени, чем другие области цивилистики, представляет собой почву, на которой вырастали многочисленные и, порой, причудливые конструкции, оторванные от той практической цели, которая поставлена в этой области юридической науке и законодательству.

М. М. Агарков «Учение о ценных бумагах», 1927 год

1. Понятие и основания классификации ценных бумаг.
2. Корпоративные ценные бумаги.
3. Государственные и муниципальные ценные бумаги.
4. Производные финансовые инструменты.

Глоссарий

Эмиссионная ценная бумага — любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: 1) закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению; 2) размещается выпусками; 3) имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

Опцион эмитента — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/ или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по определенной цене.

Российская депозитарная расписка – именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество представляемых ценных бумаг (акций или облигаций иностранного эмитента либо ценных бумаг иного иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении акций или облигаций иностранного эмитента) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами. В случае если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, указанная ценная бумага удостоверяет также право ее владельца требовать надлежащего выполнения этих обязанностей.

Секьюритизация – трансформация неликвидных активов в ценные бумаги, выступающая способом наделения

оборотоспособностью бумаг, ранее такого свойства не имевших.

Финансовый инструмент – ценная бумага или производный финансовый инструмент.

5.1. Понятие и основания классификации ценных бумаг

Как уже отмечалось ранее, предметом курса «Правовое регулирование рынка ценных бумаг» не является детальное изучение самих ценных бумаг. Исследование данного вопроса осуществляется лишь в связи с необходимостью анализа особенностей совершения сделок, предметом которых являются ценные бумаги, специфики осуществления регулирующего воздействия государства на рынок, взаимоотношений между участниками рынка. При этом главный интерес представляют именно эмиссионные ценные бумаги как основа функционирования современного рынка ценных бумаг. В этой связи в настоящем исследовании основное внимание будет уделено, прежде всего, данной разновидности ценных бумаг. Кроме того, под категорией «ценные бумаги» будут пониматься, в основном, эмиссионные ценные бумаги. Также в настоящей главе будут рассмотрены и производные финансовые инструменты, которые не являются ценными бумагами.

В современной литературе большое внимание уделяется именно вопросам теории ценных бумаг. При этом многие исследователи выделяют различные проблемы в рассматриваемой сфере. Например, **профессор В. А. Белов** пишет, что «пресловутая „распространенность“ ценных бумаг в современной отечественной хозяйственной практике в действительности принадлежит к категории так называемых пустых понятий. Она ничуть не более реальна, чем сон или мираж. Традиционные наименования ценных бумаг(акции, облигации, векселя, чеки, варранты, закладные и т. д.) ныне используются в лучшем случае для обозначения хозяйственных (экономических) инструментов, имеющих определенное социально-функциональное сходство с ценными бумагами в экономическом значении этого слова. А вот основные положения общей юридической (гражданско-правовой) теории ценных бумаг, выстраданные в течение полутора веков континентальной наукой, предпринимательской практикой обычно вовсе не замечаются, а правоприменительной (судебно-арбитражной) практикой порою искажаются так, что

предстают своей противоположностью. Если поставить целью отыскать ту область юридической науки, достижения которой используются практикой в самой минимальной степени, то у теории ценных бумаг пожалуй, и вовсе не найдется достойных „соперников“. То внимание, которое вроде бы и уделяется юридическому институту ценных бумаг законодателями, чиновниками, судьями, юристами-практиками и учеными, в действительности оказывается сосредоточенным совсем на иных в юридическом отношении институтах и конструкциях, то есть в значительной степени обессмысливается собственной бессодержательностью либо беспредметностью. Настоящую ценность теория ценных бумаг сохраняет лишь в собственно научной сфере– в области „чистой цивилистики“»[352].

Правда, в специальной литературе существует и точка зрения, выраженная **Д. И.Степановым.** Согласно ей, «ситуация, которая сложилась в российской академической науке с „классической теорией ценных бумаг“, представляет собой пример именно замыкания науки в самой себе: в то время как оборот вынужден наугад развиваться сам по себе, лишенный серьезной научной базы в лице ученых, способных оперативно предлагать (причем наперед, а не по прошествии десятилетий) решения тех или иных практических задач, наука в очередной раз занимается сдуванием пыли с юридических древностей, <…> разбирая, что на самом деле имел в виду тот или иной немецкий корифей, когда он писал свои работы в конце XIX века, В такой ситуации оборот вынужден руководствоваться каким-то интуитивным, наспех составленным знанием, наитием, основанным на чрезвычайно грубом понимании того, что верно, а что нет»[353].

На современном этапе определение понятия и сущности правовой категории «ценная бумага» все еще остается одной из дискуссионных проблем теории права. Даже спустя век не теряет актуальности высказанное профессором императорского Новороссийского университета **А. Ф. Федоровым** в связи с этим замечание: «…понятие ценных бумаг как в торговой, так и в правовой среде еще не установилось»[354].

Легальный подход к формулировке понятия ценной бумаги в наше время также характеризуется противоречивостью

определений, содержащихся в различных нормативных актах.

Так, согласно п. 1 ст. 142 ГК РФ, *ценной бумагой* является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

В указанное понятие не вписывается определение эмиссионных ценных бумаг, содержащееся в Законе о рынке ценных бумаг, в соответствии с которым эмиссионная ценная бумага – это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

– закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Законом о рынке ценных бумаг формы и порядка;

– размещается выпусками;

– имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги (ст. 2 Закона).

Из сравнения приведенных юридических норм видно, что если Гражданский кодекс отражает позицию об удостоверении ценными бумагами только **имущественных прав** (например, в случае с акциями – право на дивиденд), то Закон о рынке ценных бумаг добавляет к их числу и **неимущественные права** (например, применительно к тем же акциям, право на информацию о деятельности общества).

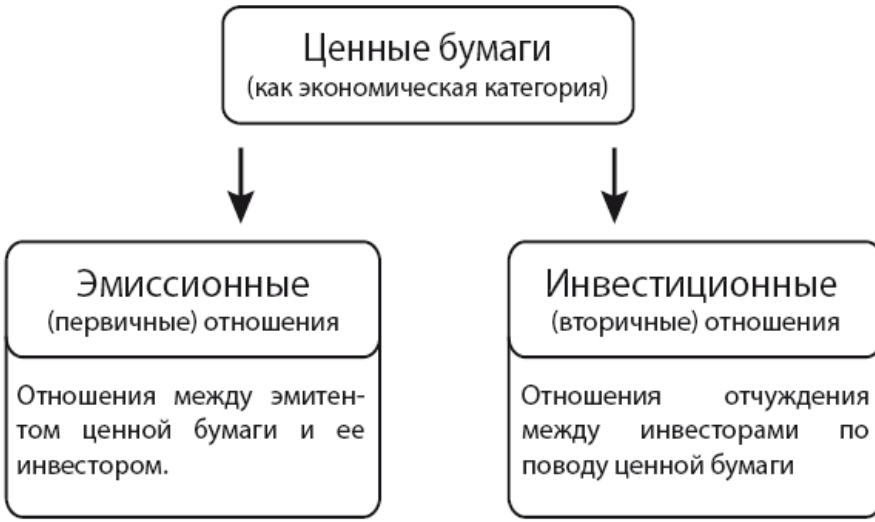
Наличие нормативных противоречий во многом привело к различному пониманию прав, удостоверяемых ценными бумагами. Многие исследователи признают существование наряду с имущественными правами неимущественных[355]. В то же время, как отмечает Г. Н. Шевченко, ценная бумага может удостоверять либо имущественные права, либо имущественные и связанные с ними неимущественные права, но не может удостоверять только неимущественные права, так как она участвует в имущественном обороте и обладает качеством обращаемости[356].

Очевидно, что ситуация с имеющимися в законодательстве противоречивыми подходами к определению ценных бумаг недопустима и нуждается в корректировке. При этом некоторые авторы не только выступают за то, чтобы рассматривать эмиссионные ценные бумаги как самостоятельное понятие, по существу отличное от термина «ценные бумаги», но и предлагают ввести их альтернативное обозначение: инвестиции, фондовые ценности[357].

Интересно воспоминание одного из авторов Закона о рынке ценных бумаг Д. Ю. Будакова, который в период работы над законопроектом возглавлял управление ценных бумаг Центрального Банка. По его словам, причина закрепления хорошо известной формулировки понятия эмиссионной ценной бумаги была вызвана необходимостью защитить участников рынка от недобросовестных эмитентов (например, банков «Тибет» и «Горный Алтай»), Проблема заключалась в том, что «юридически они оформляли документы максимально тщательно, выпуская не акции <…>, а практически собственные деньги, которые не требовали в то время регистрации! Именно поэтому в будущем законе впервые появилось понятие „эмиссионная ценная бумага“. После чего стало неважным, что ты выпускаешь, если бумага имеет три определенных в законе признака, то она признается ценной бумагой и требует регистрации»[358]. **Спорным представляется также принцип признания в качестве ценной бумаги любого финансового инструмента на основании указания закона.**

Данный принцип основывается на положении ст. 143 ГК РФ, согласно которому к ценным бумагам могут быть отнесены любые документы. Причем это происходит либо в связи с **прямым упоминанием в законе,** либо на основании **соблюдения установленного в законодательстве порядка** отнесения к числу ценных бумаг. В последнем случае положение ГК раскрыто в Законе о рынке ценных бумаг, который относит к числу полномочий ФСФР право **квалифицировать ценные бумаги** (п. 2 ст. 44)[359].

Таким образом, сложившаяся ситуация привела к возможности неограниченного усмотрения законодателя в процессе отнесения к ценным бумагам того или иного документа. Кроме того, нельзя принять и ситуацию, когда порядок признания в качестве ценной бумаги устанавливается на уровне подзаконного акта.



Правовое регулирование понятия ценной бумаги довольно остро критикуется **проф. В. А. Беловым.** В частности, исследователь отмечает, что «ее связь с правом не идет дальше уровня декларативного (самого вульгарного и дешевого) позитивизма (нормативизма): ценными бумагами являются те субстанции, которые таковыми объявил закон (ст. 143 ГК РФ). Если закон сказал, что, к примеру, акция или инвестиционный пай – это ценные бумаги, то, значит, так оно и есть, даже если по своим имманентным свойствам они и не отвечали бы ни одному из положительных признаков юридического понятия ценной бумаги. И наоборот: даже если тот или иной юридический инструмент вполне подпадает под общее родовое понятие ценной бумаги в гражданско-правовом смысле, но не назван ценной бумагой в законе (например, рентные облигации или лотерейные билеты), то он и не является таковой»[360].

Выходом из сложившейся ситуации может стать исключение из действующего законодательства указания на возможность установления ценных бумаг законами о ценных бумагах, а также уточнение процедуры квалификации ценных бумаг[361].

В целом *ценная бумага как экономическая категория представляет собой единство двух типов отношений:* 1) эмиссионного (первичного) отношения – отношения между эмитентом ценной бумаги и ее инвестором; 2) инвестиционного (вторичного) отношения – отношения отчуждения между инвесторами по поводу ценной бумаги [362].

Особое внимание традиционно уделяется *классификации*

ценных бумаг, которая проводится по *множеству различных оснований.*

Мы уже касались наиболее распространенного видового разделения ценных бумаг в зависимости от принципа их выпуска в обращение на **эмиссионные и неэмиссионные.** Здесь следует подчеркнуть одну особенность эмиссионных ценных бумаг, отмеченную А. В. Габовым: «Смысл правового режима эмиссионных ценных бумаг состоит в том, что та совокупность прав, которые составляют бумагу, и та, которую приобретает новый владелец бумаги, абсолютно одинаковы (стандартны). Эти права не могут быть изменены в ходе обращения владельцем ценных бумаг, они не могут быть ни уменьшены, ни увеличены, они не изменяются в своем содержании и объеме в зависимости от того, кто и в какой момент времени их приобрел (исключая отдельные ситуации)»[363]. Данные особенности ведут к стабильности отношений, возникающих на рынке, снижают риски частных инвесторов, делают эмиссионные ценные бумаги более привлекательными для инвестиций по сравнению с классическими ценными бумагами.

Эмиссионные ценные бумаги, в свою очередь, делятся на:

1) именные, которые могут выпускаться только в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами;

2) **на предъявителя,** которые могут выпускаться только в документарной форме.

Необходимо отметить, что еще совсем недавно правовое регулирование именных ценных бумаг и акций на предъявителя было несколько иным. Например, до 2002 года ст. 16 Закона о рынке ценных бумаг гласила, что эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться в виде именных ценных бумаг в документарной форме выпуска (именные документарные ценные бумаги). В результате возникла коллизия норм двух законов: с одной стороны, ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг допускала в отдельных случаях выпуск акций на предъявителя, с другой – ст. 25 Закона об акционерных обществах разрешала эмитировать только именные акции. Впоследствии именные акции, выпущенные в документарной форме, еще долго после изменения законодательства фигурировали в различных спорах (см., например, Постановление ФАС Уральского округа от 25 февраля 2009 года №Ф09-9297/07-С6 по делу №А76-2490/2007). В свою очередь, документарные

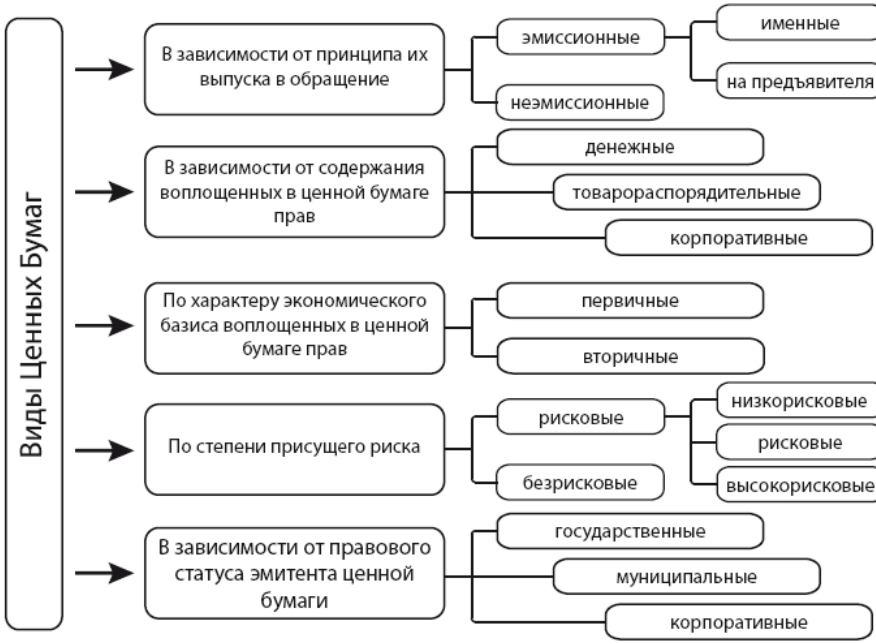
акции, и так не особо часто выпускавшиеся отечественными эмитентами, перешли в раздел курьезов или криминальной хроники. Например, в 2008 году в ФСФР поступил запрос от чешской компании, которая получила от обанкротившегося контрагента сертификат на акции «Татнефти» в объеме 100 тыс. штук. При этом сертификат содержал недостоверные сведения об эмитенте. Информация о втором случае мошенничества поступила в ФСФР от одного из ее региональных представительств, в которое обратился получатель «простой акции без права голоса» РАО «ЕЭС России», ликвидированного 1 июля 2008 года, номиналом 15 тыс. рублей. Обе подделки были распечатаны на бумаге формата А4[364].

При **документарной форме** эмиссионных ценных бумаг *сертификат и решение о выпуске ценных бумаг* являются документами, удостоверяющими права, закрепленные ценной бумагой.

При **бездокументарной форме** эмиссионных ценных бумаг *решение о выпуске ценных бумаг* является документом, удостоверяющим права, закрепленные ценной бумагой.

В зависимости от *содержания воплощенных в ценной бумаге прав* можно выделить:

– денежные ценные бумаги, которые предоставляют право на получение определенной денежной суммы (чек, вексель, депозитный и сберегательный сертификаты и т. п.);



– **товарные (товарораспорядительные) ценные бумаги** – предоставляют права на товары или услуги (жилищные сертификаты, складские свидетельства и пр.);

– корпоративные ценные бумаги – как правило, дают право на участие в управлении (акции).

По характеру экономического базиса воплощенных прав следует разделить ценные бумаги на следующие виды:

– первичные, то есть основанные на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги (долевые и долговые);

– вторичные, то есть удостоверяющие имущественные права на другую ценную бумагу ц/или доходы от нее (в их число следует отнести облигации, основанные на пуле закладных; опционы, фьючерсы, форвардные контракты на приобретение ценных бумаг; депозитарные свидетельства типа американских депозитарных расписок (ADR) на акции и др.)[365].

По степени присущего риска ценные бумаги можно разделить на следующие виды:

1) безрисковые – характеризуются максимально низким в рыночных условиях уровнем риска; как таковая данная разновидность на рынке практически не встречается, в мировой практике безрисковыми признаются только краткосрочные государственные долговые обязательства.

2) **рисковые** – *составляют* основную массу в обороте финансовых и фондовых рынков и, в свою очередь, разделяются на такие виды:

– *низкорисковые* (уровень риска ниже среднерыночного) – это практически все государственные и муниципальные ценные бумаги;

– *рисковые* (уровень риска соответствует среднерыночному) – это, как правило, корпоративные облигации;

– *высокорисковые* (уровень риска в той или иной степени превышает средний уровень риска на рынке ценных бумаг) – классическим примером являются акции[366].

Практическое значение в классификации ценных бумаг по уровню присущего им риска заключается в важных экономических последствиях. Так, например, уровень доходности по низкорисковым облигациям значительно ниже, чем у облигаций с высокой степенью риска.

В зависимости от **правового статуса эмитента ценной бумаги** различают:

– государственные ценные бумаги;

– муниципальные ценные бумаги;

– корпоративные ценные бумаги.

Следуя последней приведенной классификации, в нашем учебном пособии мы будем обращаться к рассмотрению указанных категорий ценных бумаг, дополняя их характеристикой отдельных видов ценных бумаг с позиции других отличительных свойств.

Весьма показательно как за рубежом, в частности, в США, подходят к определению финансовых инструментов, обращающихся на рынке. Понятие «security», преимущественно переводимое на русский язык как «ценная бумага», может быть обозначено таким образом с большой натяжкой[367]. При этом, например, Д. А. Пенцов определяет security как сделку по предоставлению денежных средств в пользование другому лицу с целью извлечения прибыли, как удостоверяющий сделку документ, а также как право на его приобретение и продажу, когда предоставляющее средства лицо нуждается в специальной защите от государства[368]. В американском законодательстве перечислены различные виды «security»:

– § 2(a)(1) the Securities Act of 1933;

– § 3(a)(10) the Securities Exchange Act of 1934;

– § 2(a)(36) the Investment Company Act of 1940;

– а также в нормативных актах большинства штатов[369].

Однако на практике довольно часто встречаются спорные

случаи, когда вопрос о квалификации той или иной сделки в качестве «security» решается именно судом. При этом на протяжении более чем 60-летней истории суды проводят своеобразный тест «инвестиционнои сделки», который позволяет принять окончательное решение[370]. Одним из центральных моментов этого теста выступает мотивация сторон по сделке. Если продавцом движет намерение привлечь капитал для использования в коммерческой организации, финансировании существенных инвестиций, а покупателем – получить прибыль от предоставления средств, то, скорее всего, сделка будет признана «security». И, наоборот, этого не произойдет, если продавец преследует иные коммерческие или потребительские цели[371].

5.2. Корпоративные ценные бумаги

– …Мы учредим акционерное общество. Выпустим акции… Вы знаете, что такое акции? – спросил он [Жулио]Незнайку.

– Нет, мне что-то не приходилось слышать о них, – признался Незнайка.

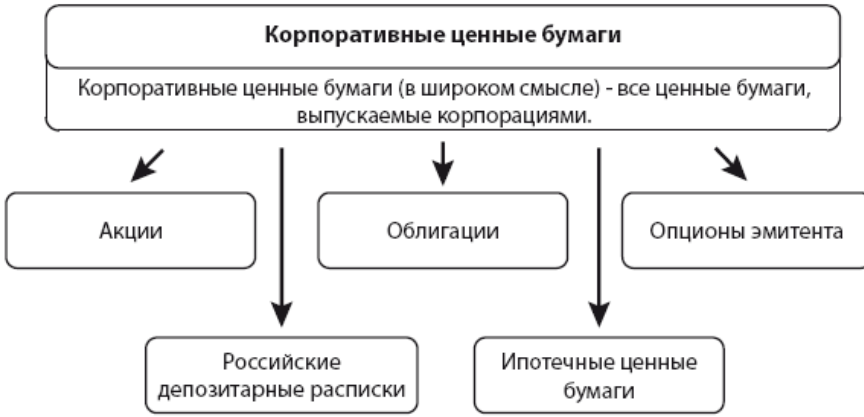
– Акции – это такие бумажки, вроде денежных знаков. Их можно напечатать в типографии. Каждую акцию мы будем продавать, скажем, по фертингу. Вырученные деньги затратим на постройку летательного аппарата, а когда семена будут доставлены, каждый владелец акций получит свою долю семян. Разумеется, у кого окажется больше акций, тот и семян получит больше.

Николай Носов «Незнайка на Луне», 1964–1965 годы

Сам термин «корпоративные ценные бумаги» весьма условен[372]. К тому же отдельные ценные бумаги, выпускаемые корпорациями, могут эмитировать и иные юридические лица[373]. Однако термин дает возможность изучить взаимосвязь корпорации и рынка ценных бумаг, осознать особенности привлечения эмитентами финансовых средств на фондовом рынке.

К корпоративным ценным бумагам в широком смысле можно отнести все ценные бумаги, выпускаемые корпорациями. Однако мы будем говорить исключительно об эмиссионных корпоративных ценных бумагах, выпускаемых корпорациями: акции, облигации, биржевые облигации, опционы эмитента и т. д.

В данном параграфе вкратце будут рассмотрены отдельные разновидности корпоративных ценных бумаг. При этом основное внимание будет уделяться тем из них, которые востребованы на практике и широко используются отечественными корпорациями для своего развития.



Акции

Акции являются системообразующими ценными бумагами для всего фондового рынка. Посредством открытой подписки на акции многие компании получают необходимые финансовые средства для своего развития, а новые владельцы этих ценных бумаг приобретают широкий перечень прав по отношению к эмитенту. Передаваемые в залог акции могут обеспечивать исполнение как кредитных обязательств, возникающих между контролирующим акционером и банком, так и обязательств клиента или брокера по займу, возникающих в рамках заключения маржинальных сделок на организованном рынке[374]. Несмотря на усложнение отношений на финансовых рынках, акции все чаще становятся базовым активом для иных ценных бумаг (депозитарные расписки) или производных финансовых инструментов (форвардный или фьючерсный контракт), активно используемых на рынке. Однако это нисколько не умаляет значение акций, являющихся основой развития современного финансового рынка.

Итак, ст. 2 Федерального Закона «О рынке ценных бумаг» определяет **акцию** как *эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.*

Следует обратить внимание на то обстоятельство, что *акция может быть выпущена исключительно акционерным обществом.* Иное лицо эмитировать ее не вправе. Акция предоставляет своим владельцам целый комплекс как неимущественных, среди которых право на участие в управлении акционерным обществом[375], право на информацию о его деятельности[376], так

и имущественных прав, выражающихся в праве на получение дивидендов и ликвидационной квоты[377] в случае прекращения деятельности юридического лица[378].

Важной характеристикой акции является наличие у нее **номинальной стоимости,** то есть определенной первоначальной цены, по которой ценная бумага приобретается акционером в процессе учреждения общества. В свою очередь, уставный капитал как раз и образуется из номинальной стоимости всех акций, приобретенных акционерами (п. 1 ст. 25 Закона об АО). При этом номинальная стоимость всех обыкновенных акций должна быть одинаковой. Какие-либо требования к размеру или порядку определения номинальной стоимости акции в Законе об АО отсутствуют.

Номинальная стоимость акции может отличаться как в большую, так и в меньшую сторону от ее **действительной или рыночной стоимости,** то есть от той цены, за которую сторонние инвесторы готовы приобрести ценную бумагу. При этом колебание курса акций никоим образом не отражается на их номинальной стоимости.

Вопрос об обоснованности закрепления номинальной стоимости акций в современном российском законодательстве неоднократно критиковался в специальной литературе. Например, **А. В. Габов** отмечает, что номинальная стоимость уже давно перешла из юридических категорий, имеющих практическую значимость, в определенный анахронизм[379]. В свою очередь, **А. А. Глушецкий** на практическом примере обосновал критику концепции номинальной стоимости. По его словам, участники общества могут зафиксировать в качестве условного (номинального) стоимостного реквизита акции показатель от 1 до 100 рублей. При этом общая сумма инвестиций, цена размещения одной акции, общее количество размещенных ценных бумаг и соотношение прав корпоративного контроля участников общества остаются неизменными. Стоимостная оценка размещенных акций по условной (номинальной) стоимости не отражает реальной стоимости полученных обществом инвестиций [380].

О необходимости пересмотра норм, закрепляющих понятие номинальной стоимости, отмечалось и в Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 года, утвержденной Правительством

РФ[381].

Сторонники сохранения номинальной стоимости акций отмечают преждевременность такого шага и прямую связь между рассматриваемой категорией и понятиемуставного капитала[382]. Довольно подробно об этом говорит Д. В. Ломакин[383], рассматривая функции уставного капитала. Прежде всего, имеется в виду *гарантийная функция*, которая состоит в том, что уставный капитал, образованный из суммы номинальной стоимости всех акций обеспечивает ответственность общества по своим обязательствам. Затем упоминается *определительная функция,* которая позволяет установить объем корпоративных прав акционера по отношению к обществу или долю его участия в деятельности организации. Величина доли участия определяется количеством акций, находящихся в собственности акционера, и их номинальной стоимостью.

Акции можно классифицировать по различным основаниям[384]. *По объему прав, которые предоставляются их владельцам,* выделяют **обыкновенные** и **привилегированные акции**[385]**.** Основное различие этих двух категорий акций заключается в том, что обыкновенные акции позволяют их владельцам участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции[386]. В то же время в уставе общества по привилегированным акциям каждого типа должны быть закреплены размер дивиденда и (или) ликвидационная стоимость в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций[387].

Появление привилегированных акций было обусловлено различными причинами. По мнению И. Т. Тарасова, это произошло в результате стремления обойти отдельные сложные формальности, связанные с выпуском облигаций, а также из-за намерения привлечь капиталы со стороны компаний, которые по различным причинам не могли эмитировать облигации[388].

Об инвестиционной привлекательности привилегированных акций много говорят данные о средней курсовой стоимости различных видов ценных бумаг в годы Великой депрессии в США.

По статусу акций выделяют **размещенные и объявленные**[389]. В первом случае имеются в виду акции, приобретенные акционерами, во втором – акции, которые общество вправе размещать дополнительно к уже размещенным. Дополнительные акции могут быть размещены обществом только

в пределах количества объявленных акций, установленного уставом общества[390]. Иными словами, в случае появления необходимости увеличения уставного капитала, общество, прежде всего, должно внести соответствующие изменения об объявленных акциях в свой устав. В противном случае завершить процесс увеличения уставного капитала не удастся, что подтверждается разнообразными материалами судебной практики[391].

Средняя стоимость ценных бумаг, прошедших процедуру листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже [392]:

Вид ценной бумаги	Наиболее высокая цена в 1929 году	Наиболее низкая цена в 1932 году
Корпоративные облигации США	95,33	52,68
Привилегированные акции	84,99	25,38
Обыкновенные акции	89,94	10,59

По *наличию или отсутствию дробности акций* можно соответственно выделить **дробные** и **целые акции.** Действующее законодательство[393] устанавливает закрытый перечень случаев, когда могут образовываться дробные акции:

1) при осуществлении преимущественного права на приобретение акций, продаваемых акционером закрытого общества;

2) при осуществлении преимущественного права на приобретение дополнительных акций;

3) при консолидации акций.

Во всех этих случаях **должна присутствовать невозможность приобретения акционером целого числа акций.**

Регулирующие органы поясняют[394], что дробная акция может обращаться как целая. В случае если лицо приобретает две и более дробные акции одной категории (типа), то они образуют одну целую и (или) дробную акцию, равную сумме этих дробных акций. Учет прав на дробные акции в системе ведения реестра на лицевых счетах регистратором или эмитентом, осуществляющим ведение реестра самостоятельно, и на счетах депозитарием проводится без округления, то есть в простых дробях.

Вспомним, что стало причиной появления в отечественном законодательстве такого феномена, как

дробные акции. В конце 1990-х – начале 2000-х годов на практике широко использовались методы и приемы, направленные на вытеснение миноритарных акционеров[395]. Согласно действовавшему на тот момент законодательству, в процессе консолидации две или более акций общества конвертировались в одну новую акцию той же категории (типа). Образовавшиеся в ходе этого процесса дробные акции выкупались у их владельцев в принудительном порядке.

В условиях принудительного выкупа обществом образованных таким способом дробных акций происходило вытеснение миноритарных акционеров из компании (старая редакция ст. 74 Закона об АО)[396].

В настоящее время институт дробных акций подвергается серьезной критике. В *Концепции развития гражданского законодательства РФ* особо отмечается целесообразность отказа от конструкции дробных акций как особых объектов гражданского оборота в результате установления соответствующего запрета в Гражданском кодексе. При этом отмечается, что понятие «дробная акция» не соответствует ни основным положениям законодательства, устанавливающим особенности правового режима ценных бумаг, ни гражданско-правовой доктрине в целом и концепции твердого уставного капитала в частности. При «дроблении» акции ее бывшему владельцу должна выплачиваться соответствующая денежная компенсация[397].

Плющев М. В., исследуя сущность дробных акций, подчеркивал[398], ссылаясь на С. И. Ожегова, что как в обыденном, так и в философском смысле часть рассматривается как «доля, отдельная единица, на которые подразделяется целое». При этом дробная ценная бумага и целая, «частью» которой она является (а точнее, постулируется законом), не могут одновременно выступать в качестве объектов гражданских прав.

Помимо рассмотренных выше оснований классификации, также выделяют **казначейские акции (treasury stocks),** то есть собственные акции корпорации, которые она вынуждена приобрести[399]. К казначейским акциям иногда условно относят акции компании, которые принадлежат ее дочерним организациям и при этом 100 % акций или долей таких организаций держат сами компании. То есть такие дочерние организации создаются головной компанией исключительно с

целью владения их акциями.

На основании того, произведена ли учредителями акционерного общества оплата акций, размещенных при его создании, можно разделить акции на **оплаченные и неоплаченные**[400].

Помимо перечисленных, существуют и иные классификации, но мы пока остановимся на вышеуказанных.

Облигации

В настоящее время нормативное определение данной ценной бумаги содержится в ст. 816 ГК РФ, согласно которой *облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента*[401]. При этом облигация предоставляет ее держателю право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

> В специальной литературе указанное определение неоднократно подвергалось критике. Например, **В. А. Белов** среди прочего отмечал, что облигация относится к числу инвестиционных ценных бумаг, то есть однородных бумаг массового выпуска (эмиссии), в то время как под легальное определение подпадают и ценные бумаги, не являющиеся инвестиционными [402].

В общем смысле **корпоративные облигации** с одной стороны позволяют эмитентам привлекать необходимые средства для своего развития от неограниченного круга лиц, а с другой помогают вкладывать свободные денежные ресурсы различным группам инвесторам.

> Например, доходность облигаций ОАО «АвтоВаз» была привязана к индексу цен на автомобили (1993 год), а облигации нефтяной компании ОАО «Коминефть» выпускались номиналом 0,25, 1 и 10 тонн нефти. В современной России первые публичные размещения корпоративных облигаций начались с середины 1999 года. Во многом это было обусловлено тем, что после объявления дефолта по государственным облигациям нерезидентам, чьи средства были заморожены на счетах типа «С», было разрешено покупать корпоративные облигации российских эмитентов[403].

Облигации предоставляют корпорациям доступ к огромным финансовым ресурсам. В условиях роста инвестиционных потребностей российских компаний рынок корпоративных облигаций предоставляет им доступ к источникам долгосрочного финансирования. По своей сути данная разновидность эмиссионных ценных бумаг оспаривает у акций первенство по возможностям привлечения сторонних средств для развития бизнеса. *В отличие от акций, облигации не наделяют своих владельцев правами участия в корпорации*[404], что не может не учитываться в ходе принятия решения об их выпуске. Правда, эмитент должен принимать во внимание необходимость выплаты процента по облигациям.

Кроме того, облигационный заем – достойная альтернатива банковскому кредиту: выпуск корпоративных облигаций позволяет снизить зависимость эмитента от конкретных банков и диверсифицировать источники финансирования [405].

Однако среди недостатков рынка корпоративных облигаций исследователи называют:

1) достаточно высокий уровень затрат на размещение облигаций;

2) необходимость публичного раскрытия информации[406].

Представление о современном состоянии рынка корпоративных облигаций может дать следующая таблица[407]:

Статистика рынка корпоративных облигаций

Показатель	*Июнь 2012*	*Июль 2012*
Облигации в обращении:		
количество выпусков, шт.	**831**	**830**
суммарный объявленный объем, млн рублей	**3 728 784**	**3 735 470**
суммарный объем в обращении, млн рублей	**3 575 305**	**3 580 044**
Размещенные выпуски:		
количество выпусков, шт.	**7**	**12**

суммарный размещенный объем, млн рублей	**10 975**	**29 575**
Погашенные выпуски:		
количество выпусков, шт.	**17**	**8**
суммарный погашаемый объем, млн рублей	**48 147**	**20 771**
Платежи по купонам:		
суммарный объем платежей, млн рублей	**34 409**	**17 098**
Биржевые торги:		
суммарный объем торгов, млн рублей	**8 084 886**	**7 976 930**

Весь массив обращающихся на рынке корпоративных облигаций исходя из имеющихся в литературе позиций также может быть **классифицирован** по ряду оснований:

1. По целям облигационного займа:

1) облигации, выпускаемые для финансирования новых инвестиционных проектов;

2) облигации, выпускаемые для рефинансирования имеющейся у эмитента задолженности;

3) облигации, выпускаемые для финансирования мероприятий, не имеющих отношения к производственной деятельности эмитента.

2. По срокам обращения:

1) краткосрочные – до 5 лет;

2) среднесрочные – от 5 до 15 лет;

3) долгосрочные – свыше 15 лет.

3. По характеру обращения:

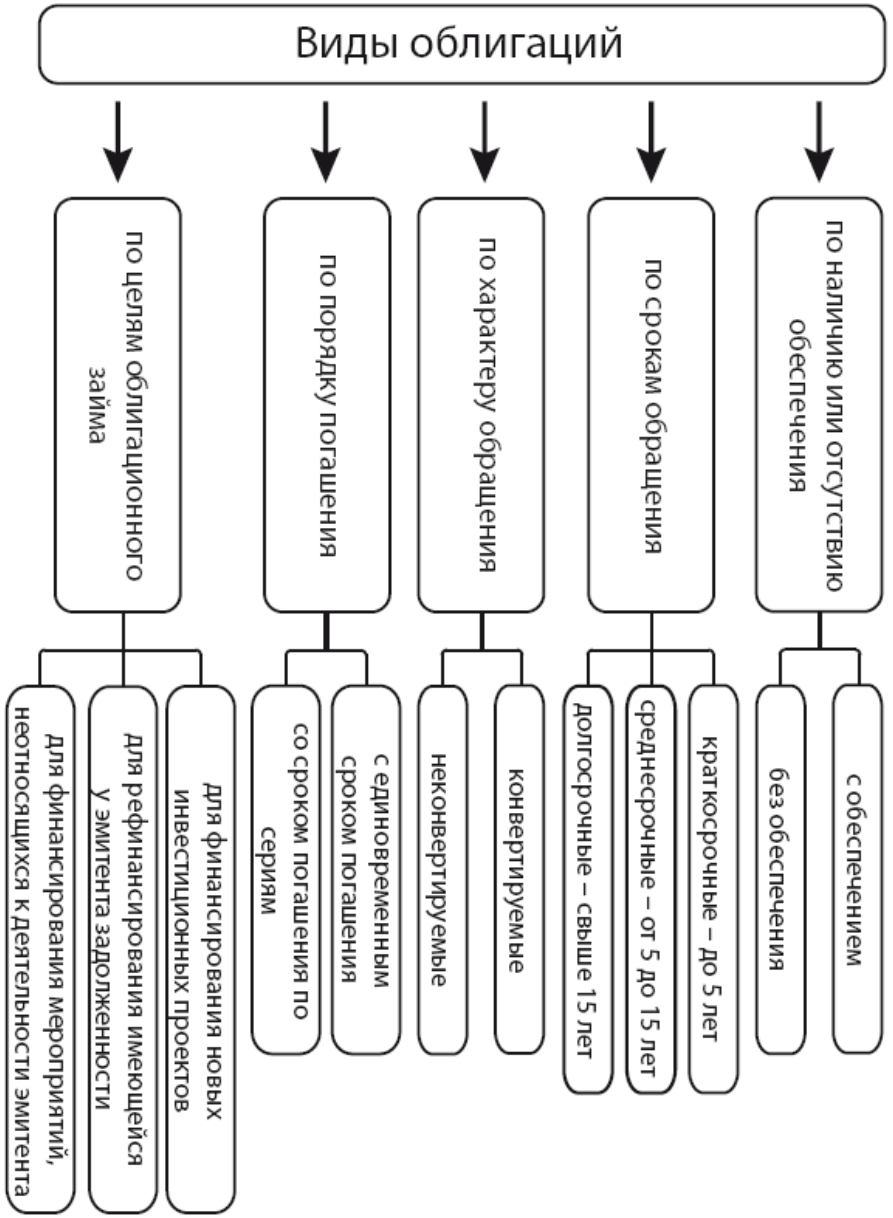
1) конвертируемые;

2) неконвертируемые.

4. В зависимости от порядка погашения:

1) с единовременным сроком погашения;

2) со сроком погашения по сериям[408].



Одним из оснований классификации облигаций является наличие или отсутствие обеспечения. *Однако основная масса выпускаемых в настоящее время облигаций является облигациями с обеспечением.* К их числу относятся облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом (облигации с залоговым обеспечением), поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией[409]. Что характерно, в качестве залогового обеспечения может

выступать не любое имущество, а строго определенное в законе: недвижимость и ценные бумаги[410].

В целях минимизации рисков нередко размещение облигаций осуществляется с помощью **технического эмитента,** то есть специально создаваемого для осуществления эмиссии головной компании или дочернего предприятия инициатором размещения. При этом организация, являющаяся инициатором эмиссии (им может также быть иное подконтрольное ей лицо), выступает в качестве поручителя, либо предоставляет имущество в качестве залогового обеспечения.

Например, в ходе эмиссии облигаций ОАО «РУСАЛ Братский алюминиевый завод» поручителями выступили ОАО «РУСАЛ Красноярский Алюминиевый Завод» и ОАО «РУСАЛ Ачинский Глиноземный Комбинат». При этом суммарная номинальная стоимость облигаций двух выпусков составила 30 млрд рублей[411]. Разумеется, все указанные выше корпорации являются аффилированными лицами и, в конечном итоге, подконтрольны United Company RUSAL Plc[412].

В специальной литературе неоднократно отмечались проблемы нормативного регулирования отдельных отношений, связанных с поручительством в ходе эмиссии облигаций[413].

В частности, согласно ст. 362 ГК РФ, договор поручительства должен быть совершен в простой письменной форме. Несоблюдение письменной формы влечет недействительность договора поручительства. Заключение договора поручительства подчиняется общим правилам, предусмотренным главой 28 ГК РФ. На основании п. 2 ст. 434 ГК РФ договор в письменной форме может быть заключен путем составления одного документа, подписанного сторонами, а также путем обмена документами посредством почтовой, телеграфной, телетайпной, телефонной, электронной и иной связи, позволяющей достоверно установить, что документ исходит от стороны по договору.

При предоставлении поручительства по облигациям соблюдение указанных выше требований невозможно, поскольку это фактически потребовало бы каждый раз при смене владельца облигации заключать новый письменный договор между лицом, предоставляющим поручительство, и владельцем. Кроме того, такой порядок лишает смысла включение обязательства

поручителя в ценную бумагу, так как режим обязательства, закрепленного ценной бумагой, на такие отношения не будет распространяться.

Очевидно, с целью исключения подобной ситуации в Закон о рынке ценных бумаг была добавлена специальная оговорка, что договор поручительства считается заключенным в письменной форме с момента возникновения у их первого владельца прав на такие облигации и при этом письменная форма договора считается соблюденной (п. 1 ст. 27.4).

Данное положение позволяет исключить возражения о несоблюдении письменной формы договора со стороны поручителей, предоставивших обеспечение по облигациям. Главное, чтобы поручительство было оформлено по правилам, предусмотренным Законом о рынке ценных бумаг: в решение о выпуске должны быть включены условия о поручительстве и (или) проспект, подписанные поручителем, а при документарной форме выпуска такое условие должно быть включено в сертификат облигации, подписанный лицом, предоставившим обеспечение.

Руководствуясь ссылками на ст. 27.2 и п. 1 ст. 27.4 Закона, суды отклоняли доводы поручителей об отсутствии письменного договора, заключенного в порядке, предусмотренном ГК РФ, и, следовательно, об отсутствии оснований для их ответственности перед владельцами облигаций за нарушение обязательств эмитентом (См., например: Постановление ФАС Московского округа от 21 февраля 2011 года № КГ-А41/323-11).

К сожалению, кризисные явления в экономике не смогли предотвратить массовые случаи нарушения прав рядовых владельцев облигаций[414]. Фактически многие эмитенты посредством подконтрольных им лиц предприняли действия, направленные на обжалование предоставления обеспечения. Сложившаяся ситуация вынудила ФСФР разъяснить свою позицию по рассматриваемому вопросу в соответствующем письме[415].

В качестве иллюстрации интересно Постановление ФАС Московского округа от 24 августа 2009 года №КГ-А40/7734-09 по делу №А40-10571/09-34-122. Согласно этому судебному акту, поручитель обратился к эмитенту для признания недействительным договора поручительства, в соответствии с которым поручитель принимает на себя ответственность за исполнение эмитентом его обязательств по выплате владельцам

облигаций купонного дохода и номинальной стоимости облигаций при их погашении, а также обязательств эмитента по приобретению облигаций по требованию их владельцев.

Полагая, что исковые требования не подлежат удовлетворению, суды исходили из того, что отсутствуют заявленные истцом основания (решение о выпуске облигаций, содержащее в себе основные условия договора поручительства, не подписанное поручителем) для признания оспариваемого договора недействительным. Суды первой и апелляционной инстанции пришли к выводу, что договор оформлен надлежащим образом в соответствии с требованиями ст. 27.2 Закона о рынке ценных бумаг, то есть письменная форма договора соблюдена. Суд кассационной инстанции согласился со своими предшественниками – истец является лицом, предоставившим обеспечение по указанным облигациям, что подтверждается сертификатом, на котором имеется печать и подпись генерального директора истца. Решение о выпуске облигаций, зарегистрированное ФСФР, содержит подпись и печать истца в соответствии с требованиями Стандартов эмиссии ценных бумаг.

Также кассационная инстанция установила, что оферта о предоставлении обеспечения в форме поручительства для целей выпуска облигаций, включенная в текст Решения о выпуске, является его неотъемлемой частью, в связи с чем нет необходимости в проставлении дополнительных подписи и печати поручителя.

Кроме этого, исследован и обоснованно признан несостоятельным довод истца об отсутствии подписи на прошивке решения о выпуске облигаций, поскольку в соответствии с п. 2.1.5 Стандартов эмиссии в случае, когда эмитент представляет в регистрирующий орган какой-либо документ (документы), такой документ представляется на бумажном носителе. В случае если бумажный носитель документа насчитывает более одного листа, он должен быть пронумерован, прошит, скреплен печатью эмитента на прошивке и заверен подписью уполномоченного лица эмитента. Таким образом, представленное в дело Решение о выпуске облигаций содержит указанные реквизиты.

Финансовый кризис 2008 года и последовавшие за ним негативные особенности поведения эмитентов облигаций подтолкнули ФСФР к разработке специального законопроекта, регламентирующего отношения, возникающие из выпуска облигаций[416].

Согласно законопроекту, данный документ предусматривает введение общепризнанных механизмов, основанных на институте «представителя владельцев облигаций», призванного обеспечить надлежащий контроль над исполнением эмитентом облигаций своих обязательств, и институте «общего собрания владельцев облигаций», направленного на выработку владельцами облигаций единого решения по вопросам, связанным с исполнением обязательств по облигациям. Законопроектом также устанавливаются иные механизмы, направленные на защиту прав владельцев облигаций.

В частности, регламентирована процедура досрочного погашения облигаций как по усмотрению эмитента, так и по требованию владельцев облигаций. Проект федерального закона определяет, что в решении о выпуске облигаций, предусматривающих возможность их досрочного погашения, должны быть определены сумма (порядок определения суммы), выплачиваемая по каждой облигации при досрочном погашении, и порядок такого погашения. При этом особо оговорены требования в части определения суммы, выплачиваемой при досрочном погашении по усмотрению эмитента, а также при досрочном погашении по требованию владельцев облигаций в случаях, когда право владельцев облигаций требовать их досрочного погашения возникает в силу закона.

Состояние рынка корпоративных облигаций после кризиса[417].

В 2011 году объемные показатели рынка корпоративных облигаций демонстрировали устойчивый рост по сравнению с 2010 годом: в обращение был выпущен максимальный в истории объем корпоративных облигаций. Дестабилизирующее влияние растущих глобальных рисков на конъюнктуру рынка было в значительной степени нивелировано укреплением рубля, высоким уровнем мировых цен на сырьевые ресурсы, а также большим объемом ликвидных рублевых ресурсов российских кредитных организаций. В то же время следует отметить, что с августа 2011 года на рынке наблюдался усилившийся отток иностранного капитала, а также рост общего уровня дестабилизации, связанный с

долговыми проблемами ряда стран еврозоны. В результате интерес инвесторов к высокорисковым ценным бумагам существенно снизился: большая часть сделок совершалась с корпоративными облигациями надежных заемщиков. В то же время в январе-ноябре 2012 года на внутреннем рынке корпоративных облигаций заемщиками был вновь реализован рекордно высокий объем ценных бумаг [418].

Помимо этого, представляет интерес такая разновидность эмиссионных ценных бумаг, как *биржевые облигации*[419]. Их появление было обусловлено усложнением отечественного рынка ценных бумаг, участникам которого потребовались новые инструменты для решения экономических задач. Основная особенность рассматриваемого вида ценных бумаг состоит в том, что *эмитенту не требуется регистрировать в государственных органах выпуск ценных бумаг или соответствующий проспект.* Однако не каждый эмитент имеет возможность воспользоваться данным инструментом. Для случаев выпуска биржевых облигаций законодателем установлены достаточно жесткие условия, хотя и улучшенные в процессе недавнего изменения Закона о рынке ценных бумаг в начале 2013 года[420]. В частности, должны быть одновременно соблюдены следующие условия:

1) облигации допускаются только к организованным торгам, проводимым биржей, и *размещаются путем открытой подписки*;

2) *эмитент облигаций*[421] *должен существовать не менее трех лет* и иметь надлежащим образом утвержденную годовую бухгалтерскую (финансовую) отчетность за *два завершенных отчетных года,* достоверность которой подтверждена аудиторским заключением;

3) облигации не должны предоставлять их владельцам иных прав, кроме *права на получение номинальной стоимости или номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости*;

4) облигации должны выпускаться в *документарной форме* на предъявителя с *обязательным централизованным хранением]*

5) выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям должна осуществляться *только денежными средствами.*

По своей сути биржевые облигации являются аналогом т. н. коммерческих бумаг *(commercial papers – CP),* впервые появившихся в США в 20-х годах прошлого столетия. Биржевые облигации позволяют компаниям привлекать дополнительные финансы для своего развития в максимально короткие сроки при минимальных рисках, которые, прежде всего, связаны с

прохождением процедуры государственной регистрации. Первыми отечественными компаниями, эмитировавшими биржевые облигации, стали ОАО «РБК», ОАО «Аптечная сеть 36,6», ОАО «АвтоВаз», ОАО «Группа „Разгуляй“».

В российских условиях долгое время для краткосрочного финансирования своих текущих потребностей многие корпорации использовали векселя. Именно поэтому при возникновении биржевых облигаций многие эксперты задумались о своеобразной конкуренции между данными ценными бумагами[422].

Состояние рынка биржевых облигаций (2011 год) [423]. На долю развивающегося института биржевых облигаций пришлась одна треть совокупного объема выпусков, размещенных на фондовой бирже ММВБ. За 2011 год к выпуску биржевых облигаций прибегло 54 заемщика, разместившие 83 выпуска суммарным объемом по номиналу 307,6 млрд рублей.

Опцион эмитента

К сожалению, приходится констатировать, что данная эмиссионная ценная бумага существует только в положениях законодательства: отечественная практика не восприняла этот финансовый инструмент.

Согласно ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг, **опцион эмитента –** *эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента.* Опцион эмитента является именной ценной бумагой. Принятие решения о размещении опционов эмитента и их размещение осуществляется в соответствии с установленными федеральными законами правилами размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции. При этом цена размещения акций во исполнение требований по опционам эмитента определяется в соответствии с ценой, определенной в таком опционе.

Цель появления опциона эмитента среди отечественных корпоративных ценных бумаг – мотивировать наемных сотрудников, прежде всего, топ-менеджеров к более усердной работе. Однако, очевидно по причине необходимости регистрации выпуска, соблюдения сложной процедуры эмиссии и рисков, связанных с возможностью возникновения конфликтов между топ-менеджерами и контролирующими акционерами, данная ценная бумага не получила распространения. Возможно, причиной непопулярности опционов эмитента является и достаточно позднее появление в Законе о рынке ценных бумаг

данного института – в 2002 году[424].

В то же время было бы неверно утверждать, что отечественные компании не используют механизмы мотивации сотрудников посредством предоставления им возможности приобретения акций собственных компаний. Очевидно, это осуществляется при помощи иных юридических конструкций, например, путем создания дочерних обществ, которые приобретают у акционеров акции материнской компании и заключают договор купли-продажи акций с членами органов управления головного предприятия. При этом сделка совершается под отлагательным условием: достижение компанией определенных показателей, в том числе достижение заданной величины рыночной стоимости акций, размера балансовой стоимости активов и т. п.

> Согласно данным журнала «Деньги»[425], выделяется два основных варианта опционных программ: реальный и фантомный. В первом случае сотрудник получает возможность продать предоставленные ему акции через определенное время по рыночной цене. В частности, в середине 2000-х годов совет директоров РАО «ЕЭС России» запустил программу мотивации менеджмента. Было решено выкупить на рынке 1 % акций, из них половина была предоставлена 17 членам правления, а другая половина – сотрудникам различных подразделений. При этом отмечалось, что «фактически в опционной программе приняли участие почти половина сотрудников головной компании, около 1000 человек, было предложено выкупить акции по средневзвешенной цене за предшествующие опционной программе полгода (около $0,295). Члены правления платили 5 % от стоимости акций на тот момент». В фантомном варианте компания берет на себя обязательство выплатить сотруднику через несколько лет определенное вознаграждение, привязанное к курсовой стоимости бумаг – фактически разницу между ценой на момент предоставления опциона и ценой на момент его реализации. Очевидное преимущество такой системы заключается в отсутствии прохождения процедур дополнительного выпуска акций или их скупки на рынке. В апреле 2003 года ЛУКОЙЛ одобрил программу акционирования сотрудников. На рынке было выкуплено 10,9 млн акций (1,3 % уставного капитала).

За рубежом, наоборот, наблюдается активная реализация

программы стимулирования **участия работников в уставных капиталах своих компаний.** Особенно это распространено в США. При этом система участия сотрудников в капитале своего предприятия («employee ownership») наиболее актуальна для закрытых компаний, хотя встречается и в публичных корпорациях. Работники могут владеть акциями компаний как напрямую, так и посредством участия в инвестиционных фондах, которым принадлежат акции их предприятия-работодателя. Известны случаи, когда соответствующие инвестиционные фонды создавались профсоюзами, аккумулировавшими значительные средства сотрудников. Необходимо подчеркнуть, что инициатором наделения акциями сотрудников может выступить и сама компания. Инициатива американских корпораций проявляется в следующем:

1) реализация т. н. плана владения акциями со стороны сотрудников (employee stock ownership plans)[426];

2) осуществление т. н. плана опционной передачи акций сотрудникам (employee stock options plans) [427].

В последнем случае осуществляется выпуск специальных финансовых инструментов, удостоверяющих право на приобретение акций компании в будущем по заранее определенной цене[428].

Российские депозитарные расписки

Согласно определению, данному в ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг, российская депозитарная расписка (РДР) – это именная эмиссионная ценная бумага, которая обладает следующими признаками:

1) не имеет номинальной стоимости;

2) удостоверяет право собственности на определенное количество представляемых ценных бумаг (акций или облигаций иностранного эмитента либо ценных бумаг иного иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении акций или облигаций иностранного эмитента[429]);

3) закрепляет право ее владельца требовать от эмитента получения взамен РДР соответствующего количества ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем РДР прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами.

Эмитентом российских депозитарных расписок является **депозитарий.**

> В отечественной юридической литературе по-разному подходят к вопросу о сущности депозитарных расписок. Говорить о наличии единого подхода к

данному вопросу пока еще рано. Встречаются различные определения депозитарных расписок, согласно которым они даже рассматриваются как «банковская расписка» (Д. Е. Старенко) или «банковский документ» (И. Ю. Соколова)[430].

Важную особенность, связанную с РДР, выделяет А. В. Габов. Он отмечает, что действующее законодательство ничего не говорит о сроке действия расписок. Одной из причин этого является производный характер документа – расписка удостоверяет права, которые закреплены в других (представляемых) ценных бумагах ст. 27.5.3 Закона о рынке ценных бумаг. Следовательно, расписка по общему правилу может существовать ровно столько, сколько существуют представляемые бумаги. Также могут быть и иные условия о сроке, например, ничто не запрещает установить срок обращения расписок в решении об их выпуске [431].

Очевидно, законодатель ставил следующие **цели,** регламентируя на нормативном уровне российские депозитарные расписки:

– подтолкнуть иностранные компании, контролирующие крупные отечественные корпорации, к размещению своих ценных бумаг в России;

– удовлетворить потребность российских инвесторов в части доступа к иностранным рынкам капитала;

– создать основу для размещения эмитентов из стран ближнего зарубежья.

Первоначально планы по эмиссии РДР оценивались довольно оптимистично. В частности, глава ФСФР России О. В. Вьюгин в середине 2000-х годов говорил о том, что, несмотря на отсутствие соответствующего законодательства, заинтересованность в выпуске РДР проявили эмитенты из Казахстана, Белоруссии, Канады. По его словам, «это небольшие компании, которые имеют бизнес в России, и они интересуются тем, чтобы здесь произвести листинг, выпустить акции и вести бизнес»[432].

Однако вплоть до недавнего времени не было осуществлено ни одного выпуска российских депозитарных расписок. Возможно, основными причинами такой ситуации стали мировой финансовый кризис и неразвитость отечественного рынка ценных бумаг, пока еще остающегося непривлекательным для размещения акций иностранными корпорациями, в том числе и из стран ближнего зарубежья. Ситуация изменилась в конце 2010 – начале 2011 года, когда на российском рынке появились депозитарные расписки, в качестве базового актива которых

выступили акции UC Rusal. Эмитентом РДР являлся ОАО «Сбербанк России»[433].

Наиболее популярные депозитарные расписки
Американские депозитарные расписки (АДР)
Глобальные депозитарные расписки (ГДР)
1-го уровня (торгуются на внебиржевом рынке США)
2-го уровня (возможен листинг на биржах в США без привлечения капитала)
3-го уровня (размещаются через биржи США для привлечения капитала)
По правилу 144А (среди квалифицированных институциональных покупателей)

В развитых странах институт депозитарных расписок используется довольно широко. Дело в том, что данная производная ценная бумага очень удобна, прежде всего, для инвесторов, которые де-факто предоставляют свои средства для развития иностранной корпорации, де-юре приобретают местные ценные бумаги. При этом им не требуется нести дополнительные издержки, связанные с услугами зарубежных консультантов, в отличие от прямой покупки иностранных ценных бумаг. Наиболее популярными среди инвесторов в настоящее время являются *американские и глобальные депозитарные расписки (АДР и ГДР соответственно)*. При этом выделяют несколько видов АДР:

– АДР 1-го уровня (торгуются на внебиржевом рынке США);

– АДР 2-го уровня (возможен листинг на биржах в США без привлечения капитала);

– АДР 3-го уровня (размещаются через биржи США для привлечения капитала);

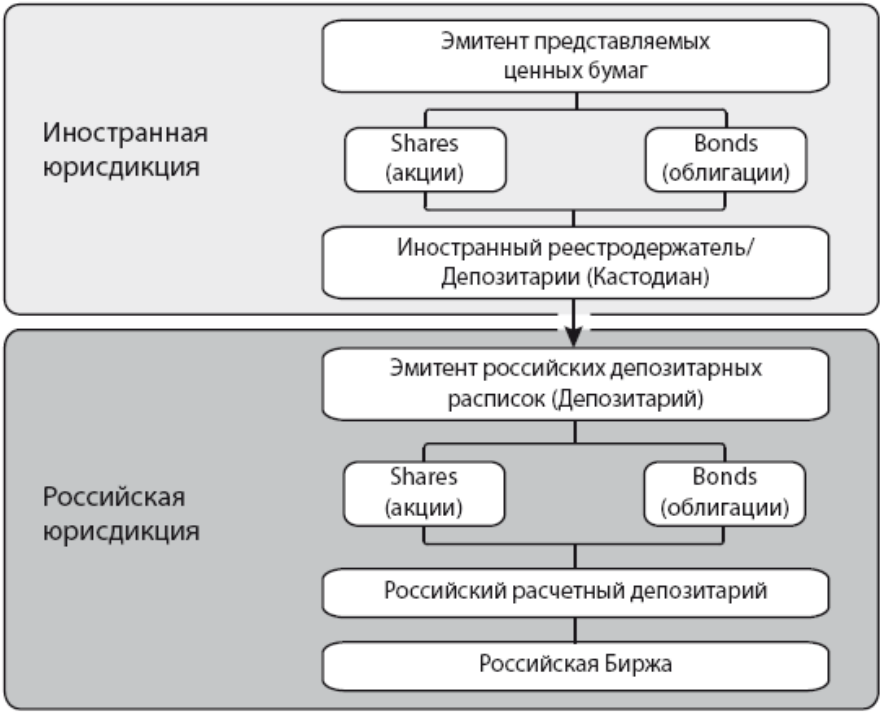
– АДР по Правилу 144А (торгуются среди квалифицированных институциональных покупателей) и др.[434]

Впервые депозитарные расписки появились в США в 1927 году [435], когда J. P. Morgan выпустил т. н. американские депозитарные расписки (АДР) для торговой английской компании Selfridges Provincial Stores Limited (сегодня – Selfridges pic.). Данный шаг был обусловлен ужесточением законодательства Великобритании, предусмотревшего ограничения на оборот английских ценных бумаг за рубежом.

В России с ростом случаев эмиссии депозитарных расписок стали возникать проблемы, связанные с объемом прав их владельцев. В частности, долгое время по-разному решался вопрос о том, каким образом осуществляется голосование по акциям российских компаний, выступивших в качестве базисного актива в ходе выпуска депозитарных расписок за рубежом. Еще в начале 2000-х годов в большинстве случаев, если владельцы депозитарных расписок не выразили свою волю по осуществлению голосования, менеджмент компании приобретал право голоса по акциям, на основе которых были выпущены расписки. Хотя из этого правила имелись и исключения. Например, в 2001 году ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» по решению совета директоров передало право голосования по таким акциям Ассоциации по защите прав инвесторов. А РАО «ЕЭС» передало право голосования – одному из членов Совета директоров – министру по антимонопольной политике Илье Южанову[436].

В настоящее время ситуация урегулирована ФСФР на уровне подзаконных нормативных актов. В случае, если акции, предоставляющие право голоса на общем собрании, обращаются за пределами Российской Федерации в форме ценных бумаг иностранного эмитента, выпущенных в соответствии с иностранным правом и удостоверяющих права на такие акции (депозитарных ценных бумаг), голосование по таким акциям должно осуществляться только в соответствии с указаниями владельцев депозитарных ценных бумаг[437], [438].

Схема выпуска российских депозитарных расписок [439]:


Иностранная юрисдикция
Эмитент представляемых ценных бумаг
Shares (акции)
Bonds (облигации)
Иностранный реестродержатель/ Депозитарии (Кастодиан)
Российская юрисдикция
Эмитент российских депозитарных расписок (Депозитарий)
Shares (акции)
Bonds (облигации)
Российский расчетный депозитарий
Российская Биржа

5.3. Ипотечные ценные бумаги. Секьюритизация

Активное развитие российского рынка ценных бумаг и рынка жилищного строительства способствовало появлению нового вида ценных бумаг – ипотечных, поэтому рассмотрение специфики их правовой природы представляет для нас особый интерес. Оценка состояния и перспектив развития рынка ипотечных ценных бумаг на сегодняшний день является одной из наиболее дискуссионных и широко обсуждаемых в сфере финансовой аналитики проблем.

> По сравнению с зарубежными аналогами российский рынок ипотечного жилищного кредитования находится на начальной стадии своего развития: доля ипотечного кредитования в ВВП страны составляет лишь 2,5 % Для сравнения, в США в докризисном 2006 году доля ипотеки в ВВП составляла примерно 65 %, в Великобритании превышала 70 %, в среднем по Европе – 45 %, в Дании доходила до 100 %, а в Нидерландах на 11 % превышала ВВП.Очевидно, это связано стем, что во всех этих странах есть действующий механизм рефинансирования выданных кредитов через ипотечные ценные бумаги[440]. Согласно принятому в 2003 году Закону об ипотечных ценных бумагах, под *ипотечными ценными бумагами предлагается понимать облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия*[441].

Исследуя категорию ипотечных ценных бумаг, Т. И. Афанасьева предлагает рассматривать их как ценные бумаги, которые удостоверяют право их владельца на получение денежных выплат от совокупности однородных требований, возникающих из кредитного договора и договора займа, обеспеченного ипотекой, и другого имущества, составляющих ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные законодательством об ипотечных ценных бумагах (ИЦБ)[442]. Л. М. Резванова отмечает, что ипотечные ценные бумаги дают их владельцам право на получение денежных поступлений от определенного пула (набора) активов, образованного правами требования по ипотечным кредитам, обеспеченным залогом объектов недвижимости[443].

Современная структура российского рынка ипотечных ценных бумаг образована двумя разновидностями: облигациями с

ипотечным покрытием и ипотечными сертификатами участия. **Облигации с ипотечным покрытием** представляют собой облигации, по которым исполнение обязательств обеспечивается полностью или частично залогом ипотечного покрытия, и являются эмиссионными ценными бумагами. Стоит отметить следующую характерную особенность рассматриваемых ИЦВ – ограниченный круг ее эмитентов, в число которых могут входить *только кредитные организации и ипотечные агенты*[444].

> В специальной литературе неоднократно выделялись проблемы, связанные с правовым статусом ипотечных агентов. Например, А. С. Селивановский и В. Гафарова, отмечая, что в качестве ипотечных агентов могут выступать открытые акционерные общества, которые вправе осуществлять открытую подписку на свои акции, обращали внимание на то, что в управлении ипотечным агентом может принять участие любое лицо, имеющее свои специфические интересы. При такой ситуации ипотечный агент ничем не отличается от других акционерных обществ, что не соответствует цели создания ипотечного агента как узкоспециализированной организации[445]. Е. И. Гортинская обращает внимание на то обстоятельство, что Закон об ИЦВ не содержит запрета на участие ипотечного агента в тех или иных организациях. При этом исследователь отмечает, что риск такого участия очевиден: если ипотечный агент будет признан основным обществом, то он может нести солидарную ответственность по сделкам или субсидиарную ответственность по долгам дочернего общества, что несовместимо со статусом ипотечного агента как специального юридического лица [446].

В качестве *ипотечного покрытия,* согласно п. 1. ст. 3 Закона об ипотечных ценных бумагах, могут выступать только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и (или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, а также денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте, государственные ценные бумаги и недвижимое имущество.

Ипотечный сертификат участия – это именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей

собственности на ипотечное покрытие, она предоставляет также право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные законодательством. По своей правовой природе ипотечный сертификат участия может рассматриваться как российский аналог американских pass-through securities[447] и призван передавать инвестору денежные потоки от базовых ипотечных кредитов (за вычетом платы за услуги управляющей компании) вместе с рисками неисполнения и досрочного погашения кредита.

> Долгое время ипотечные сертификаты участия не использовались на практике. Первый выпуск ИСУ произошел только в конце 2012 года. В частности, ЗАО «Управляющая компания „ГФТ КАПИТАЛ“» и Банк «Образование» осуществили первую в России сделку секьюритизации ипотечных кредитов путем выпуска ИСУ в размере 1 млрд 250 тыс. рублей[448].

При обзоре ипотечных ценных бумаг нельзя не затронуть понятие **секьюритизации.** В то же время нельзя сводить этот процесс исключительно к сфере ипотечного кредитования. Напротив, данный способ привлечения финансирования применяется в различных сферах предпринимательской деятельности. Главное, чтобы у инициатора секьюритизации имелись в наличии активы, обеспечивающие систематическое поступление денежных средств. Эти активы и выступают в качестве базиса для выпуска ценных бумаг, предлагаемых широкому кругу инвесторов.

Основная идея секьюритизации, несмотря на сложные юридические конструкции, необходимые для ее воплощения в жизнь, состоит в следующем: выделенные активы (assets) предприятия (originator), предоставляющего право на получение денежных выплат, собираются в единый пул, который затем рефинансируется путем выпуска ценных бумаг (Asset-Backed Securities). Из денежных платежей – генерируемых данным пулом активов – в дальнейшем выплачивается сумма основного долга и проценты по выпущенным ценным бумагам[449].

Как отмечается в специальной литературе, за последние двадцать лет круг активов, используемых в процессе секьюритизации, постоянно расширяется. В частности, серьезным событием стало использование, помимо ипотечных, всех остальных типов кредитов, в том числе потребительских,

автомобильных, корпоративных и т. д. Затем были ценные бумаги и денежные требования из разного рода договоров, включая договоры на поставку нефти и других природных ресурсов, электричества, услуг связи и пр. Однако сейчас взгляды инвесторов и других участников рынка стали настолько свободными, что какие-либо ограничения перестали существовать, за исключением наличия более или менее предсказуемого поступления выручки от данного финансового актива[450].

Примеры секьюритизации активов в отдельных сферах деятельности[451]:

Сфера деятельности	Круг активов
Банки и иные финансовые организации	Ипотечные кредиты, коммерческие кредиты, задолженности по кредитным картам, поступления по счетам кредитных карт клиентов[6] и т. д.
Корпорации	Будущие поступления от торговой деятельности, недвижимость, лизинговые активы, денежные требования по лицензионным соглашениям, договорам франчайзинга
Страховые компании	Будущие страховые премии
Нефтяные компании	Поступления от импортеров нефтепродуктов
Телекоммуникационные компании	Поступления за телетрансляции, рента за использование оборудования и плата по долгосрочным контрактам, поступления от абонентов связи
Коммунальные службы	Поступления коммунальных платежей

кредитных карт клиентов[452]

Ярким примером «гибких подходов» к базисным активам стали примеры секьюритизации в сфере авторских прав. Первым случаем такого подхода стал выпуск облигаций, базисным активом которых стали авторские вознаграждения (роялти), выплачиваемые известному британскому музыканту Дэвиду Боуи (David Bowie) за использование более чем 300 музыкальных композиций и песен. Выпуск был осуществлен в 1997 году и составил 55 млн долларов США, данный пример секьюритизации был обозначен как «Bowie bonds»

(облигации Боуи)[453]. Однако в связи с развитием сети Интернет и общим кризисом звукозаписывающей индустрии в начале 2000-х годов данный вид секьюритизации активов не получил большого распространения.

Возможно, поэтому в конце августа 2012 года Goldman Sachs по результатам встречи с инвесторами был вынужден отложить выпуск ценных бумаг, в качестве базисного актива по которым выступили авторские вознаграждения нескольких музыкантов во главе с легендарным Бобом Диланом [454].

В рамках рассматриваемого вопроса можно привести следующий пример секьюритизации, реализуемой крупным российским банком ВТВ 24, который в июле 2012 году завершил сделку по секьюритизации портфеля автокредитов на сумму 275 млн долларов США, выпустив облигации. Окончание технической процедуры передачи портфеля активов на баланс SPV-компании планируется в августе 2012 года. Тем не менее, ряд исследователей финансового рынка критикуют тот факт, что риск дефолтов секьюритизированных кредитов на себя берут не андеррайтеры, а сам банк-эмитент, **называя описанную сделку не секьюритизацией, а скорее синдицированным кредитом под обеспечение**[455]**.** Кроме этого, необходимо отметить, что, несмотря на исключение использования прав требования по ипотечным кредитам, реализация схем активов, связанных с секьюритизацией, в рамках отечественного законодательства таит в себе много рисков. Например, в проекте концепции развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках особо отмечено, что основными проблемами при осуществлении секьюритизации иных видов финансовых активов являются:

– фрагментарное регулирование залога прав требований;

– строго формализованные процедуры уступки прав требований;

– невозможность уступить права требования, которые не могут быть индивидуализированы на момент их уступки;

– невозможность уступки прав требований в отношении еще не существующего права, которое не оспаривается и не обусловлено встречными

предложениями (уступка будущих прав требования возможна только в рамках факторинговых схем);

– проблемы регулирования залога прав требований[456].

Существуют различные подходы к классификации секьюритизации. Например, Ю. Е. Туктаров говорит о *традиционной и синтетической секьюритизации.* При этом главное различие между ними состоит в совершении или несовершении сделки по продаже соответствующих активов[457]. В то же время Д. А. Глазунов, наоборот, выделяет **три основных вида**[458]:

1. Классическая (традиционная) секьюритизация.

Происходит продажа активов компании специально созданному юридическому лицу (SPV). Финансирование покупки SPV таких активов осуществляется путем выпуска ценных бумаг.

2. Синтетическая секьюритизация.

В данном случае создание SPV необязательно: активы не передаются. Как отмечает Ю. Е. Туктаров, если инициатором секьюритизации выступает банк (т. н. покупатель защиты), то он передает кредитный риск конкретного обязательства или портфеля обязательств другому лицу (продавцу защиты). Передача кредитного риска может быть осуществлена различными способами, например, покупатель защиты может эмитировать облигации, которые привязаны к кредитному риску (credit-linked notes). Условия облигаций будут предусматривать уменьшение обязательства по облигациям в случае неисполнения или возникновения в связи с названными обязательствами другого имеющего кредитное значение обстоятельства[459].

3. Балансовая секьюритизация.

Здесь активы остаются на балансе компании и превращаются в средство обеспечения выпускаемых ценных бумаг.

Такая классификация дает возможность более подробно остановиться на самом понятии секьюритизации. Существуют различные подходы к ее определению. Так, В. В. Лебедев, изучая отношения, возникающие в ипотечной сфере, предлагает понимать под секьюритизацией «механизм рефинансирования неликвидных доходных активов (банковских кредитов, кредитных соглашений) посредством их трансформации в обращающиеся на рынке ценные бумаги, обеспеченные этими активами или поступлениями денежных средств от них, предполагающий полное (за балансом оригинатора) или частичное (на балансе оригинатора) обособление обеспечивающих активов»[460].

Некоторые исследователи, давая определение секьюритизации, берут за основу лишь ее традиционную разновидность. Так, Н. В. Александрова, понимает под секьюритизацией такой способ финансирования, при котором происходит выделение и передача определенных активов, имеющихся у инициатора секьюритизации, в дифференцированный пул финансовых активов, который списывается с баланса инициатора и передается новой специально создаваемой организации, которая в дальнейшем выпускает ценные бумаги, обеспеченные данными активами, и размещает их среди широкого круга инвесторов[461].

В целях понимания сути рассматриваемого процесса наиболее подходящим следует считать определение секьюритизации, сформулированное С. В. Овчинниковым: секьюритизация является трансформацией неликвидных активов в ценные бумаги, то есть выступает способом наделения оборотоспособностью бумаг, ранее такого свойства не имевших[462].

Справедливости ради стоит подчеркнуть, что в зарубежной литературе также обсуждается вопрос о надлежащем определении процесса секьюритизации активов. Зачастую как исследователи, так и практикующие юристы абсолютно по-разному определяют этот процесс, отмечая, что даже в пост-кризисном законодательстве США определение секьюритизации отсутствует[463].

По сравнению с иностранными юрисдикциями в России институт секьюритизации используется недостаточно широко. Помимо общих экономических причин и неразвитости финансовых рынков, существует проблема низкого уровня правового регулирования. Что характерно, о необходимости создания условий для секьюритизации широкого круга активов говорится в нескольких программных документах ФСФР[464]. Но, несмотря на внимание к проблеме со стороны регулятора, изменений действующего законодательства так и не произошло [465].

Таким образом, действующее законодательство предоставляет отечественным корпорациям различные варианты выпуска эмиссионных ценных бумаг. Некоторые из них широко используются эмитентами (акции и облигации), другие игнорируются (опцион эмитента). В последнее время

все чаще применяются сравнительно новые финансовые инструменты, например, биржевые облигации, российские депозитарные расписки. В то же время, многие схемы, традиционно используемые за рубежом в целях привлечения финансирования в корпоративный сектор (например, с помощью секьюритизации), не применяются российскими компаниями, в том числе и по причине отсутствия надлежащего правового регулирования.

5.4. Государственные и муниципальные ценные бумаги

Финансы штата и города находились в весьма плачевном состоянии. И тот и другой были достаточно богаты, но, поскольку казну обирали все, кому не лень, и любыми способами, то всякие новые начинания в штате требовали выпуска новых облигаций.

Теодор Драйзер, «Финансист», 1912 год

Среди ценных бумаг особо выделяются бумаги, эмитируемые публично-правовыми образованиями. Как уже отмечалось ранее, данные ценные бумаги традиционно являются основой развития фондового рынка во всех странах. С одной стороны, выпускаемые государством ценные бумаги позволяли решать весьма серьезные задачи, стоявшие перед правительствами различных стран (военные займы периода Первой мировой войны), с другой – они способствовали развитию рынка, увеличивая обороты и привлекая все большее число частных инвесторов. Даже в Советском Союзе, несмотря на практически полную ликвидацию рынка корпоративных ценных бумаг, в широких масштабах выпускались государственные ценные бумаги.

Итак, согласно ст. 2 Федерального закона от 29 июля 1998 года № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»[466] *государственными ценными бумагами признаются государственные ценные бумаги Российской Федерации и государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации* [467].

Государственные и муниципальные ценные бумаги
Государственными ценными бумагами признаются государственные ценные бумаги Российской Федерации и государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации.
Государственные ценные бумаги Российской Федерации
Государственные ценные бумаги субъекта Российской Федерации
Муниципальные ценные бумаги

Эмитентами государственных и муниципальных ценных бумаг являются соответственно исполнительные органы государственной власти и местные администрации, которые выпускают от имени публично-правового образования ценные бумаги и несут обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами.

Эмитенты государственных и муниципальных ценных бумаг в РФ: [468][469] [470] [471]

Виды	Эмитент	Пример
Государственные ценные бумаги Российской Федерации	Правительство или Министерство финансов[5]	Облигации внешних займов Российской Федерации. Эмитент — Министерство финансов РФ[4]
Государственные ценные бумаги субъекта Российской Федерации	Высший исполнительный орган государственной власти субъекта РФ либо финансовый орган субъекта РФ, наделенные законом субъекта РФ правом на осуществление государственных заимствований	Государственные облигации Нижегородской области с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга[5]
Муниципальные ценные бумаги	Местная администрация, наделенная уставом муниципального образования правом на осуществление муниципальных заимствований	Облигации муниципального облигационного (внутреннего) займа городского округа город Уфа 2010 года с постоянным купонным доходом. Эмитент облигаций — Администрация городского округа город Уфа Республики Башкортостан[6]

Действующее законодательство не в полной мере отражает практическую ситуацию, связанную с эмиссией государственных ценных бумаг. Данный вопрос детально рассматривается А. В. **Габовым**[472]**.** Он отмечает, что, согласно ст. 817 ГК, договор государственного займа заключается путем приобретения заимодавцем выпущенных государственных облигаций или иных государственных ценных бумаг, удостоверяющих право заимодавца на получение от заемщика предоставленных ему взаймы денежных средств или, в зависимости от условий займа, иного имущества, установленных процентов либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями выпуска займа в обращение. Следовательно, содержание государственных ценных бумаг предельно ограничено положениями указанной статьи, а фактически означает, что такие бумаги всегда выпускаются в форме бумаг облигаторной природы. Еще более конкретизирует эти положения ст. 3 Закона о государственных ценных бумагах. Однако в действительности облигаторная природа всех выпускаемых государством ценных бумаг не очевидна (например, приватизационные бумаги или государственные жилищные сертификаты). Таким образом, это требует соответствующей корректировки законодательства.

(в миллионах рублей)

	2011	2012
Долговые обязательства Правительства Российской Федерации		
Облигации федеральных займов (ОФЗ)	183 926	185 675
Облигации внутренних и внешних облигационных валютных займов Российской Федерации	148 812	161 486
в том числе:		
Облигации внешних облигационных валютных займов Российской Федерации (еврооблигации Российской Федерации)	148 812	143 693
Облигации внутренних облигационных валютных займов Российской Федерации (ОВГВЗ)	0	17 793
Всего	**332 738**	**347 161**
Акции кредитных и прочих организаций (участие Банка России)	93 005	92 929
Долговые обязательства прочих эмитентов Российской Федерации	407	422
Векселя кредитных организаций, приобретенные Банком России	23	27
Провизии	(23)	(27)
Итого	**426 150**	**440 512**

Источник: Годовой отчет Центрального банка Российской Федерации, утвержденный Советом директоров Банка России 10 мая 2012 года. URL: http:// www.cbr.ru./publ/God/a r_2011.pdf

Целесообразно привести **перечень государственных ценных бумаг РФ,** составленный на основе данных Минфина России о **государственном внутреннем долге**[473]**:**

– государственные краткосрочные бескупонные облигации

(ГКО);

– облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД);

– облигации федеральных займов с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК);

– облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФК);

– облигации федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД);

– государственные сберегательные облигации с постоянной процентной ставкой купонного дохода (ГСО-ППС);

– государственные сберегательные облигации с фиксированной процентной ставкой купонного дохода (ГСО-ФПС);

– облигации внутренних облигационных займов (ОВОЗ);

– облигации государственных нерыночных займов (ОГНЗ);

– облигации государственного валютного облигационного займа 1991 года (ОГВЗ-1991);

– облигации российского внутреннего выигрышного займа 1992 года (ОРВВЗ-1992);

– облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ).

Облигации Банка России. Согласно п. 8 ст. 35 Федерального закона «О Центральном Банке РФ», одним из инструментов денежно-кредитной политики Банка России является эмиссия им облигаций от своего имени. В ст. 44 данного закона уточняется, что **эмитированные им облигации могут размещаться и обращаться только среди кредитных организаций.** Данная норма закреплена также в ч. 3 ст. 27.5–1 Закона о РЦБ.

Таким образом, можно отметить следующие *главные особенности* данных облигаций:

– эмитентом этих ценных бумаг является Банк России;

– узкая сфера обращения облигаций как на первичном, так и на вторичном рынке (только среди кредитных организаций);

– по своей правовой природе (ценная бумага, оформляющая привлечение заемных средств) такие облигации ничем не отличаются от обычных облигаций, которые эмитируются организациями или публично-правовыми образованиями.

На практике при эмиссии ценных бумаг некоторых эмитентов могут предоставляться Российской Федерацией[474] *государственные или муниципальные гарантии* субъектов РФ, а также муниципальных образований[475]. Было бы ошибкой полагать, что ценные бумаги, эмитированные при предоставлении гарантий публично-правовых образований, приобретают соответственно статус государственных или муниципальных

ценных бумаг. Действительно, государственная или муниципальная гарантия может обеспечивать надлежащее исполнение эмитентом его обязательств перед владельцами выпущенных ценных бумаг[476], однако это обстоятельство не ведет к изменению эмитента этих ценных бумаг.

Государственные и муниципальные ценные бумаги традиционно считаются низкорисковыми, что свидетельствует об их надежности и особой привлекательности для инвесторов. Как известно, государство считается наиболее надежным заемщиком, поэтому ставка купона у облигаций федерального займа обычно ниже, чем у облигаций субъектов РФ, муниципальных образований или частных компаний[477]. Обращение государственных и муниципальных ценных бумаг происходит на биржевом и внебиржевом рынках вместе с корпоративными ценными бумагами. Российский биржевой рынок государственных облигаций организован в рамках группы «Московская Биржа» на базе ЗАО «ФВ ММВБ». При этом традиционно устанавливаются довольно четкие правила обращения подобных ценных бумаг. Например, *Положение об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг*[478] применяется к случаям размещения, обращения, обслуживания и погашения государственных краткосрочных бескупонных облигаций, облигаций федеральных займов и государственных федеральных облигаций.

> В истории России были случаи, когда обязательства по государственным облигациям не исполнялись. Например, как отмечает Я. М. Миркин, во втором квартале 1998 года впервые за время существования рынка ГКО-ОФЗ возникло отрицательное сальдо чистого привлечения средств за счет ГКО-ОФЗ (привлечение – погашение – расходы на обслуживание: дисконт, купон), и, соответственно, стала очевидной необходимость его реального покрытия за счет средств федерального бюджета. Минфином России ситуация характеризовалась как «ухудшение сальдо текущих операций», и, как следствие, начался «быстрый уход международного финансового капитала с российского финансового рынка, что спровоцировало падение стоимости государственных ценных бумаг»[479]. В начале августа 1998 года был очевиден масштабный дефицит средств на погашение и обслуживание ГКО-ОФЗ в предстоящие до конца 1998 года месяцы. Ситуация однозначно квалифицировалась как долговой кризис, как состояние

неплатежеспособности Правительства РФ по погашению внутреннего государственного долга. В результате 17 августа 1998 года было принято решение о том, что государственные ценные бумаги (ГКО и ОФЗ) со сроками погашения до 31 декабря 1999 года включительно будут переоформлены в новые ценные бумаги. При этом до завершения переоформления государственных ценных бумаг были приостановлены торги на рынке ГКО-ОФЗ[480].

5.5. Производные финансовые инструменты

…деривативы – это финансовое оружие массового уничтожения…

Уоррен Баффет, Ежегодное послание акционерам Berkshire Hathaway Inc, 21 февраля 2003 года

В главах, посвященных истории развития фондового рынка, уже говорилось об особенностях появления и развития т. н. срочных сделок. С момента своего появления современниками они оценивались неоднозначно. С одной стороны, эти сделки были направлены на минимизацию рисков участников рынка, так как курсовая стоимость ценных бумаг постоянно колебалась. Но, с другой стороны, подобные сделки часто заключались в спекулятивных целях и имели много общего с азартными играми, ведь доход от сделки зависел от случайности. Как отмечает Г. Райнер, «будущие платежи по деривативам, по крайней мере для одной из сторон договора, являются стохастически обусловленными, то есть зависят от случая. До момента исполнения их размер оказывается неизвестным – субъективно для сторон договора и объективно для третьих лиц»[481].

По мере развития рынка ценных бумаг в XX веке усложнялись и совершаемые на нем сделки. В предпринимательском обороте все шире применялись сделки, основанные на обращающихся на рынке ценных бумагах, данные сделки получили название – *производные финансовые инструменты или деривативы* (от англ, «derivative» – производный).

Производные финансовые инструменты не являются ценными бумагами. Однако, учитывая тесную связь данных сделок с фондовым рынком, а также обращающимися на нем ценными бумагами, целесообразно рассмотреть основы их нормативного регулирования и отдельные сопутствующие им юридические и экономические проблемы.

Традиционно выделяются следующие *основные негативные проблемы, связанные с производными финансовыми инструментами*[482]:

1. Пари.

Деривативы могут использоваться для спекулятивной игры на изменении стоимости активов или изменении каких-либо

показателей. Считается, что расчет только на удачу и отсутствие предпринимательского целеполагания может привести к чрезмерному для экономики увеличению рисков и возможным негативным последствиям.

2. Эмоциональные финансы.

Деривативы увеличивают волатильность (колебания) на финансовых рынках, которая часто является следствием эмоциональных впечатлений, нежели результатом фундаментальных изменений в экономике.

> Проанализируем основную проблему производных финансовых инструментов (ПФИ), для этого приведем позицию Т. Сафоновой[483]. По ее мнению, все дело в объемах сделок с ПФИ и их лавинообразном нарастании. За 12 лет с 1998 года позиции, открытые на срочном рынке, выросли более чем в семь раз. С 2008 по 2010 годы, по данным Банка международных расчетов, совокупный объем деривативных контрактов держался на уровне $600 трлн, а в 2011 году составил почти $650 трлн. Для сравнения: совокупный мировой ВВП – всего лишь $70 трлн, то есть порядка 10 % от этой позиции. При таких объемах риска любое даже самое незначительное колебание на рынках базовых активов становится критичным, так как служит спусковым механизмом для многократно мультиплицированного глобального эффекта на требования и обязательства по деривативам. В 2008 году, например, таким спусковым механизмом послужил кризис неплатежей в частном секторе по ипотечным кредитам. Именно ипотечные ценные бумаги являлись базовым активом для отдельных секьюритизированных деривативов, которые, в свою очередь, являлись базой для кредитных дефолтных свопов, а также для других деривативов, конечная степень производности которых трудно поддается оценке. Когда рынок базового актива рушится или даже просто испытывает краткосрочные проблемы, рынок ПФИ на этот актив испытывает колебания, удесятеренные из-за «эффекта плеча»[484].

Учитывая, что деривативы получили наибольшее распространение в последние годы и отчасти способствовали развитию кризиса 2008 года, исследователи и публичные деятели отмечают такую особенность многих производных финансовых инструментов, как отсутствие социальной пользы (social benefit) и вред, который они способны причинить экономике при

отсутствии должного регулирования [485]. Также целесообразно упомянуть и Отчет специально созданной Комиссии Конгресса США по расследованию причин финансового кризиса[486], в котором было особо оговорено, что отмена регулирования рынка деривативов в США в 2000-х годах выступила одним из факторов, усугубивших кризис[487].

> Скептицизм по отношению рынка деривативов высказывают и отечественные исследователи. В частности, Р. Р. Ахметов отмечает, что «хеджирование наряду с уменьшением риска отдельного участника или операции увеличивает риск системы в целом за счет включения „морального фактора“ – асимметричности информации, когда наличие страховки делает человека менее восприимчивым к угрозе потерь»[488]. В то же время Н. В. Тулайков указывает, что «наращивание инвестиционных рисков и появление сложной системы их страхования с помощью производных финансовых инструментов, а также использование этих инструментов для спекулятивной игры в итоге резко повышает системную неустойчивость финансового рынка» [489].

Согласно Е. В. Аристовой[490], *история российского рынка деривативов* началась в октябре 1992 года на Московской товарной бирже. Именно тогда была организована торговля фьючерсами на доллар США. В 1994 году на Московской центральной фондовой бирже также были запущены регулярные электронные торги, а в 1995 году – уже на Российской бирже. Фьючерсные биржи были созданы в Санкт-Петербурге и Новосибирске, но их оборот был существенно ниже. Кроме фьючерсов на доллар США, в обращении появились стандартные контракты на ГКО и акции российских предприятий. Следующей крупной торговой площадкой на рынке фьючерсов в 1996 году стала Московская межбанковская валютная биржа, начавшая торги фьючерсами на доллар США. Позднее на бирже появились фьючерсы на корпоративные ценные бумаги и фондовый индекс[491].

Современную взаимосвязь производных финансовых инструментов с различными ценными бумагами, обращающимися на российском организованном рынке, можно отобразить на примерах, содержащихся в следующей таблице[492].

Базовый актив	Примеры производных финансовых инструментов
Акции	Фьючерсный контракт на обыкновенные акции ОАО «НК „ЛУКойл“» Опцион на фьючерсный контракт на обыкновенные акции ОАО «НК „ЛУКойл“»
Российские депозитарные расписки	Фьючерсный контракт на российские депозитарные расписки на акции United Company RUSAL Plc.
Государственные ценные бумаги	Фьючерсный контракт на «двухлетние» облигации федерального займа

Правовое регулирование деривативов, прежде всего, осуществляется Законом о рынке ценных бумаг[493]. Согласно ст. 2 *производный финансовый инструмент* определяется как договор (за исключением договора репо), предусматривающий наличие следующих обязанностей:

1. Обязанность сторон или стороны договора периодически или единовременно уплачивать денежные суммы, в том числе в случае предъявления требований другой стороной в зависимости от изменения различных показателей. При этом такой договор может также предусматривать обязанность сторон или стороны договора передать другой стороне ценные бумаги, товар или валюту либо обязанность заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом.

В качестве указанных показателей закон выделяет:

– цены на товары, на ценные бумаги;

– курс соответствующей валюты;

– величину процентных ставок и уровня инфляции;

– иные величины значений, рассчитываемых на основании цен производных финансовых инструментов, на основании значений официальных статистических показателей,

– показатели состояния окружающей среды;

– наступление обстоятельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государством или муниципальными образованиями своих обязанностей (за исключением договора поручительства и договора страхования);

– иные обстоятельства, которые предусмотрены федеральным законом или нормативными правовыми

актами ФСФР и относительно которого неизвестно, наступит оно или нет;

– изменения значений, рассчитываемых на основании одного или совокупности нескольких перечисленных показателей.

2. Обязанность сторон или стороны на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар, либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом.

3. Обязанность одной стороны передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее третьего дня с момента заключения договора, обязанность другой стороны, в свою очередь, оплатить такое имущество и принять указание на то, что такой договор является производным финансовым инструментом.

Конкретные разновидности производных финансовых инструментов, которые мы рассмотрим ниже, установлены Федеральной службой по финансовым рынкам[494]. Такое право предоставлено ФСФР на основе п. 2 ст. 44 Закона о рынке ценных бумаг.

Помимо общего понятия, ФЗ «О рынке ценных бумаг» определил и некоторые особенности заключения срочных сделок.

Важным шагом на пути к развитию рынка деривативов стало внесение в 2007 году изменений в часть вторую Гражданского кодекса РФ, в соответствии с которыми срочные сделки на рынке ценных бумаг были обеспечены правом на судебную защиту (ч. 2 ст. 1062). Необходимость такого уточнения была обусловлена сложившейся к тому моменту негативной практикой, при которой признаки ряда срочных сделок (расчетных производных финансовых инструментов) позволяли квалифицировать их как пари и, соответственно, исключать возможность их судебной защиты. Такая ситуация провоцировала отток зарубежных инвесторов с российского рынка.

Поэтому ФСФР приняла Приказ от 4 марта 2010 года № 10–13/пз-н, в котором впервые были определены понятие и виды базисного актива, а также был дан исчерпывающий *перечень договоров, прнзнаваемых производными финансовыми инструментами.* В соответствии с указанным нормативным актом на российском финансовом рынке допускаются к обращению:

Производные финансовые инструменты
Перечень приведен в соответствии с Приказом ФСФР от 04 марта 2010 г. № 10-13/пз-н
Опционный договор (контракт)
Фьючерсный договор (контракт)
Биржевой форвардный договор (контракт)
Внебиржевой форвардный договор (контракт)
Своп договор (контракт)

1. Опционный договор (контракт):

1) договор, предусматривающий обязанность стороны договора в случае предъявления требования другой стороной периодически и (или) единовременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цены (значения) базисного (базового) актива или наступления обстоятельства, являющегося базисным (базовым) активом;

2) договор, предусматривающий обязанность стороны договора на условиях, определенных при его заключении, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар, являющиеся базисным (базовым) активом, в том числе путем заключения стороной (сторонами) и (или) лицом (лицами), в интересах которых был заключен опционный договор, договора купли-продажи ценных бумаг, договора купли-продажи иностранной валюты или договора поставки товара; или обязанность стороны договора в случае предъявления требования другой стороной заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом и составляющий базисный (базовый) актив.

2. **Фьючерсный договор (контракт)** – заключаемый на биржевых торгах договор, предусматривающий обязанность каждой из сторон договора периодически уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цены (цен) и (или) значения (значений) базисного (базового) актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным (базовым) активом.

3. Биржевой форвардный договор (контракт) – договор, заключаемый на биржевых торгах, предусматривающий следующие обязанности:

1) обязанность одной стороны договора передать ценные бумаги, валюту или товар, являющиеся базисными (базовыми)

активами, в собственность другой стороне не ранее третьего дня с момента заключения договора,

2) обязанность другой стороны, в свою очередь, оплатить такое имущество и принять указание на то, что такой договор является производным финансовым инструментом.

При этом данный договор не предусматривает обязанность стороны или сторон договора периодически уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цены (цен) и (или) значения (значений) базисного (базового) актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным (базовым) активом.

4. **Внебиржевой форвардный договор (контракт)** – договор, заключаемый вне биржевых торгов и предусматривающий следующие обязанности:

1) обязанность одной стороны договора передать ценные бумаги, валюту или товар, являющиеся базисными (базовыми) активами, в собственность другой стороне не ранее третьего дня с момента заключения договора и обязанность другой стороны, в свою очередь, оплатить такое имущество и принять указание на то, что договор является производным финансовым инструментом;

2) обязанность одной стороны договора передать ценные бумаги, валюту или товар, являющиеся базисными (базовыми) активами, в собственность другой стороне не ранее третьего дня с момента заключения договора и обязанность другой стороны принять и оплатить такое имущество;

3) обязанность сторон или стороны договора периодически и (или) единовременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цены (цен) и (или) значения (значений) базисного (базового) актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным (базовым) активом.

5. **Своп-договор (контракт)** – договор, предусматривающий: следующие обязанности:

1) обязанность стороны или сторон договора периодически и (или) единовременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цены (цен) и (или) значения (значений) базисного (базового) актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным (базовым) активом;

– включает в себя определение обязанности каждой из сторон договора уплачивать денежные суммы на основании различных базисных (базовых) активов или различных значений базисного (базового) актива (правил определения значений базисного (базового) актива);

– при этом обязанность стороны договора уплачивать денежные суммы может определяться на основании

фиксированного значения базисного (базового) актива, установленного договором;

2) обязанность одной стороны передать валюту в собственность второй стороне и обязанность второй стороны принять и оплатить валюту, а также обязанность второй стороны передать валюту в собственность первой стороне не ранее третьего дня с момента заключения договора и обязанность первой стороны оплатить валюту и принять указание на то, что договор является производным финансовым инструментом;

3) обязанность стороны или сторон договора периодически и (или) единовременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цены (цен) и (или) значения (значений) базисного (базового) актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным (базовым) активом, и (или) от фиксированных в договоре цены (цен) и (или) значения базисного (базового) актива.

При этом определение обязанности каждой из сторон договора уплачивать денежные суммы осуществляется в соответствии с условиями договора на основании различных базисных (базовых) активов или различных значений базисного (базового) актива (правил определения значений базисного (базового) актива).

Попытки урегулировать производные финансовые инструменты в России предпринимались еще в 2003 году. Именно тогда появился проект федерального закона «О производных финансовых инструментах». Предполагалось, что он заложит основы понятийно-категориального аппарата производных финансовых инструментов, а также внесет ясность в процедуры заключения, изменения и прекращения срочных сделок. Например, в ст. 3 законопроекта **производный финансовый инструмент** определялся как договор, по которому возникновение и (или) размер, по крайней мере, одного денежного обязательства зависит от значения и (или) изменения цены других показателей базового актива или значения показателей, прямо перечисленных в законопроекте. А ст. 8 устанавливала исчерпывающий перечень производных финансовых инструментов[495]. Однако статус закона указанный проект так и не получил.

Серьезное воздействие на развитие практики применения производных финансовых инструментов оказало внесение изменений в ст. 1062 ГК. В 2007 году в

указанную статью был введен п. 2., согласно которому на требования, связанные с участием в сделках, предусматривающих обязанность стороны или сторон сделки уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен на определенные активы либо от наступления иного обстоятельства, которое предусмотрено законом и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит, *распространяется судебная защита.* Указанные требования подлежат судебной защите, если хотя бы одной из сторон сделки является юридическое лицо, получившее лицензию на осуществление банковских операций или лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, либо если хотя бы одной из сторон сделки, заключенной на бирже, является юридическое лицо, получившее лицензию, на основании которой возможно заключение сделок на бирже. При этом требования, связанные с участием в упомянутых сделках граждан, подлежат судебной защите только при условии их заключения на бирже.

Как отмечает А. В. Габов, в качестве современных тенденций правового регулирования производных финансовых инструментов необходимо выделить стремление регулятора сблизить правовые режимы деривативов и ценных бумаг. При этом стоит обратить внимание на Стратегию развития финансового рынка РФ на период до 2020 года, в которой прямо предусмотрена необходимость «обеспечить учет прав на финансовые инструменты, не являющиеся ценными бумагами, и обращение этих инструментов по правилам учета и обращения ценных бумаг». При этом, по мнению исследователя, вообще «создавать для таких контрактов какой-то особый правовой режим, отличный от ценных бумаг, не имеет смысла. Все проблемы как регулятивного, так и охранительного характера могли бы быть решены, если бы мы распространили на них правовой режим ценной бумаги (естественно, с особенностями, которые соответствуют природе таких контрактов)»[496].

Таким образом, производные финансовые инструменты являются важным элементом финансовых рынков. Именно поэтому во избежание негативного воздействия на экономику необходимо осуществлять государственное регулирование указанных сделок, регулярно оптимизируя действующее законодательство.

Краткие выводы

1. На современном этапе определение понятия и сущности правовой категории «ценная бумага» все еще остается одной из дискуссионных проблем теории права. Легальный подход к формулировке понятия ценной бумаги в наше время также характеризуется противоречивостью определений, содержащихся в различных нормативных актах (ст. 142 ГК и ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг).

2. Спорным представляется также принцип признания в качестве ценной бумаги любого финансового инструмента на основании указания закона. Данный принцип основывается на положении ст. 143 ГК РФ, согласно которому, к ценным бумагам могут быть отнесены любые документы. Причем это происходит либо в связи с прямым упоминанием в законе, либо на основании соблюдения установленного в законодательстве порядка отнесения к числу ценных бумаг.

3. Особое внимание традиционно уделяется классификации ценных бумаг, которая проводится по множеству различных оснований:

1) в зависимости от принципа выпуска в обращение ценные бумаги делятся на эмиссионные и неэмиссионные;

2) в зависимости от содержания воплощенных в ценной бумаге прав можно выделить:

– денежные ценные бумаги, которые предоставляют право на получение определенной денежной суммы (чек, вексель, депозитный и сберегательный сертификаты и т. п.);

– товарные (товарораспорядительные) ценные бумаги – предоставляют права на товары или услуги (жилищные сертификаты, складские свидетельства и пр.);

– корпоративные ценные бумаги – дают право на участие в управлении (акции);

3) по характеру экономического базиса воплощенных прав следует разделить ценные бумаги на следующие виды:

– первичные, то есть основанные на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги (долевые и долговые);

– вторичные, то есть удостоверяющие имущественные права на другую ценную бумагу и (или) доходы от нее;

4) по степени присущего риска ценные бумаги можно разделить на следующие виды:

– безрисковые – характеризуются максимально низким в рыночных условиях уровнем риска; как таковая данная разновидность на рынке практически не встречается, в мировой

практике безрисковыми признаются только краткосрочные государственные долговые обязательства;

– рисковые – составляют основную массу в обороте финансовых и фондовых рынков.

4. Акции являются системообразующими ценными бумагами для всего фондового рынка. Посредством открытой подписки на акции многие компании получают необходимые финансовые средства для своего развития, а новые владельцы этих ценных бумаг приобретают широкий перечень прав по отношению к эмитенту.

5. В общем смысле корпоративные облигации, с одной стороны, позволяют эмитентам привлекать необходимые средства для своего развития от неограниченного круга лиц, а с другой – помогают вкладывать свободные денежные ресурсы различным группам инвесторам.

6. Действующее законодательство предоставляет отечественным корпорациям различные варианты выпуска эмиссионных ценных бумаг. Некоторые из них широко используются эмитентами (акции и облигации), другие игнорируются (опцион эмитента). В последнее время все чаще применяются сравнительно новые финансовые инструменты, например, биржевые облигации, российские депозитарные расписки. В то же время многие схемы, традиционно используемые за рубежом в целях привлечения финансирования в корпоративный сектор (например, с помощью секьюритизации), не применяются российскими компаниями, в том числе и по причине отсутствия надлежащего правового регулирования.

7. Эмитентами государственных и муниципальных ценных бумаг являются соответственно исполнительные органы государственной власти и местные администрации, которые выпускают от имени публично-правового образования ценные бумаги и несут обязательства пред владельцами этих бумаг.

8. Производные финансовые инструменты являются важным элементом финансовых рынков. Именно поэтому во избежание негативного воздействия на экономику необходимо осуществлять государственное регулирование указанных сделок, регулярно оптимизируя действующее законодательство.

Контрольные вопросы

1. Что такое ценная бумага? Как соотносится понятие ценной бумаги с понятием «финансовый инструмент»?
2. Каковы особенности эмиссионных ценных бумаг?
3. Назовите основания классификации ценных бумаг.
4. Дайте определение дробным акциям. В чем состоит причина их нормативного закрепления?
5. В чем отличие акций от облигаций?
6. Какое имущество может выступать в качестве залогового обеспечения облигаций?
7. Какие ценные бумаги относятся к ипотечным?
8. В чем заключается секьюритизация актива? Какими отечественными нормативными актами регулируется данный процесс?
9. В чем отличие корпоративных ценных бумаг от государственных (муниципальных) ценных бумаг?
10. Назовите основные виды государственных ценных бумаг
11. Что такое производные финансовые инструменты? С помощью каких нормативных актов осуществляется их правовое регулирование?
12. Перечислите договоры, признаваемые производными финансовыми инструментами, исходя из положений законодательства РФ.

Основная литература

Castellano G. G. Towards a General Framework for a Common Definition of ‘Securities’: Financial Markets Regulation in Multilingual

Contexts// Uniform Law Review = Revue de Droit Uniforme. – Vol. XVII. -2012,– P. 449–481.

HazenT. L. Securities Regulation in a Nutshell, 10th (Nutshell Series) [Electronic recourse], – West, 2011. – 416 p.

LipsonJ.C. Re: Defining securitization [Electronic resource]// Southern California LawReview.-2012,– URL: http://ssrn.com/ abstract = 1996017.-42 p.

Posner E. A., Glen Weyl E. An FDA for Financial Innovation: Applying the Insurable Interest Doctrine to 21st-Century Financial Markets. – 2012. -URL: http://ssrn.com/abstract = 2010606. – 56 p.

Аристова Е. В. Роль производных финансовых инструментов в функционировании финансового рынка//Вестник науки Сибири. Томск: Изд-во ТПУ, 2011. – № 1 (1).

Белов В. А. Современное состояние и перспективы развития цивилистической теории ценных бумаг// Вестник гражданского права. – М., 2010,– № 4.

Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. – Т. 1. – М., 2007.

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.

Глазунов Д. А. Секьюритизация. Ипотечные ценные бумаги// Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е. Туктаров [и др.]; отв. ред. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. – М.: Статут, 2010. – 268 с.

Гортинская Е. И. Правовой статус ипотечного агента в сделках секьюритизации активов // Предпринимательское право. – М., 2009. – № 4. Губин Е. П., Лауте Е. Б. Производные финансовые инструменты и срочный рынок: понятие и правовое регулирование//Предпринимательское право. – М., 2012. – № 2. – (Право и бизнес).

Вриз Роббе Ж. Ж. де, Али Поль П. Али Секьюритизация и право. – М.: Волтере Клувер, 2008. – 602 с.

Концепция развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках (проект) // Вестник гражданского права. – М., 2009. – № 2. Лебедев В. В. Развитие модели секьюритизации ипотечных активов в РФ: теоретические и законодательные аспекты // Научные проблемы гуманитарных исследований. – Пятигорск, 2010. – № 7. – С. 280–287.

Миркин Я. М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития: дисс… докт. экон. наук. – М., 2003. – 575 с.

Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций/Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З. А. Воробьева. – М.: Альпина Паблишерз, 2004. – 385 с. ПенцовД. А. Понятие «security» по законодательству Соединенных Штатов Америки: дисс…. канд. юрид. наук: 12.00.03,– СПб., 1999.– 257с. Райнер Г Деривативы и право/пер. с нем. Ю. М. Алексеева, О. М. Иванова. – М.: Волтере Клувер, 2005. – 461 с.

Степанов Д. И. О теории ценных бумаг в России и о теории понятий вообще. Размышления о востребованности догматических построений // Вестник гражданского права. – М., 2010. – № 4. Тимофеев А. А. Правовое регулирование корпоративных облигаций в Российской Федерации. Еврооблигации//Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е. Туктаров [и др.]; отв. ред. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. – М.: Статут, 2010. -268 с.

Туктаров Ю. Синтетическая секьюритизация//Рынок ценных бумаг. – № 13 (340).– 2007.

Туктаров Ю. Е. Рынки деривативов // Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е.Туктаров [и др.]; отв. ред. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. – М.: Статут, 2010. – 268 с. Туктаров Ю. Е., Батуева А. Д. Закон Люксембурга о секьюритизации: основные положения // Вестник гражданского права, – М., 2009. – № 1.

Дополнительная литература

Adams Jr. J. Stocks and their features a division and classification // Stocks and the stock market: The annals of the American Academy of political and social science. – Vol. **XXXV.** – No. 3. – 1910.

Caprio G., Honohan P. Finance for growth: policy choices in a volatile world. – 2001. – 200 p.

Kothari V. Securitization: The Financial Instrument of the Future Singapore. – Wiley, 2006. – 1200 p.

Dov S. The Rise of a Giant: Securitization and the Global Financial Crisis //American Business LawJournal.-2012.-VoL 49,– No.4,– P. 859 Александрова Н. В.Понятие и виды секьюритизацииактивов // Финансы и кредит. – М., 2007. – № 5.

Асаул А. Н. Корпоративные ценные бумаги как инструмент инвестиционной привлекательности компаний/М. П. Войнаренко, Н. А. Пономарева, Р. А. Фалтинский, под общ. ред. А. Н. Асаула. – СПб.: АНО «ИПЭВ», 2008.– 288 с.

Афанасьева Т. И. Правовой режим ипотечных ценных бумаг: вопросы теории и практики: дис…. канд. юрид. наук: 12.00.05. – Иркутск, 2008. -212 с.

Ахметов Р. Р. Вопросы стабильности финансовых рынков и развитие экономической системы // Финансы. – М., 2008. – № 1.

Бикеева В. П.Развитие производных финансовых инструментов в России и за рубежом: исторический аспект// Законодательство и экономика. – М., 2006. – № 9.

Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков. – М.: Волтере Клувер, 2007. – 624 с.

Глушецкий А. А. «Номинальная» стоимость акции – условность против объективности // Корпоративные стратегии. – М., 2009. – № 9. Григорьев Д. В. Гражданско-правовые аспекты правового регулирования рынка ценных бумаг: автореф… дисс. канд. юрид. наук. 12.00.03,– М„2008.

Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. – М.: Статут, 2008. -510 с.

Молотников А. Е. Проблемы взаимодействия и правового регулирования контролирующих, крупных и миноритарных акционеров в России // Предпринимательское право. – № 1. – М., 2009. Овчинников С. В. Правовое регулирование ипотечных отношений в РФ и США: автореф. дис…. канд. юрид. наук. – М., 2008. – 24с.

Плющев М. В. Правовая природа «дробных ценных бумаг»//

Юрист, – Минск, 2004,– № 7.

Резванова Л. М. Ипотечные ценные бумаги характеризуют развитость ипотечного рынка, с одной стороны, с другой – сами напрямую зависят от его развития // Банковское кредитование. – М., 2008. – № 4. Селивановский А. С, Гафарова В. Правовые риски ипотечного агента //Хозяйство и право. – М., 2005. – № 7–8.

Скворцов М. Как отразится введение биржевых облигаций на российском рынке векселей? // Рынок ценных бумаг. – М., 2006. – № 18 (321). Соловьев П.Новый этап развития внебиржевого рынка деривативов: необходимость или обязанность//Депозитариум. – М., 2012. – № 4. Супрунов П.Перспективы рынка ипотечных ценных бумаг в России // Рынок ценных бумаг – М., 2005. – № 25.

Сысоева Е. Ф., Говорова В. В. Механизм использования корпоративных облигаций в качестве инструмента финансирования/Е. Ф. Сысоева, В. В. Говорова//Вестник Воронежского государственного университета. – Воронеж, 2005. – № 1. – (Серия: Экономика и управление). Тулайков Н. В. «Опасные» деривативы: проблемы. Решения // Финансы и кредит. – М., 2009. – № 26.

Глава 6
Эмитенты на рынке ценных бумаг

Россия – это не страна инвесторов, Россия – страна эмитентов.

Биржевая мудрость

1. Понятие и правовой статус эмитента.
2. Классификация эмитентов.
3. Правовой статус публичных обществ.

Глоссарий

Эмитент – юридическое лицо, исполнительный орган государственной власти, орган местного самоуправления, которые несут от своего имени или от имени публично-правового образования обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами.

Публичное общество – акционерное общество, чьи акции и ценные бумаги, конвертируемые в такие акции, публично размещаются (путем открытой подписки) или публично обращаются на условиях, установленных законодательством, а также устав и фирменное наименование которого содержит указание на то, что общество является публичным[497].

6.1. Понятие и правовой статус эмитента

Эмитент является одной из центральных фигур на фондовом рынке. Именно это лицо осуществляет выпуск ценных бумаг для последующей продажи инвестору, именно оно получает на рынке необходимые финансовые ресурсы для своего дальнейшего развития и именно эмитент несет ответственность перед владельцами размещенных ценных бумаг за надлежащее осуществление воплощенных в них прав.

Само понятие «эмитент» происходит от латинского термина «emittere», означающего «выпускать, испускать». Первоначально[498] право широкомасштабного выпуска ценных бумаг принадлежало публично-правовым образованиям, привлекавшим необходимые средства для финансирования государственных расходов. Возникновение и последующее развитие корпоративной формы осуществления предпринимательской деятельности изменило ситуацию на рынке. Это проявилось не только в предложении инвестору новой разновидности ценных бумаг – акций, но и в необходимости четкой регламентации правового статуса корпораций. Акции, предоставляли своим владельцам право на участие в управлении эмитентом. С точки зрения современного человека в этом нет ничего экстраординарного, но не с позиции наблюдателя XVII века. Потребовалось не одно столетие, чтобы выработать общепринятые правила поведения в *двух ключевых блоках общественных отношений, связанных с корпорациями как с эмитентами:*

1) выпуск ценных бумаг, их отчуждение неограниченному кругу лиц;

2) участие владельцев акций в управлении деятельностью эмитента.

Первоначально правовое регулирование указанных отношений осуществлялось специальными законами, распространявшимися на определенные компании. Иными словами, каждый эмитент действовал на основании индивидуальных правил. Только в XIX веке в европейских странах начинают появляться общие нормативные акты, регулирующие правовое положение эмитентов. При этом законодатели различных юрисдикций старались найти «золотую середину» между различными группами интересов: в первую очередь, самих эмитентов и их инвесторов.

В настоящее время на правовое регулирование эмитентов серьезное влияние оказывают *глобализация финансовых рынков*

(эмитент напрямую или косвенно инициирует размещение ценных бумаг не только в государстве своего места нахождения) и *усложнение финансовых инструментов, предлагаемых инвесторам.* Соответственно усложняется контроль над деятельностью эмитентов со стороны государственных органов, более того в правовом регулировании задействованы нормы различных государств.

Итак, эмитент выполняет одну из ключевых функций: именно он, прежде всего, определяет потребность и спрос на рынке капиталов, в том числе и на рынке ценных бумаг. В конце концов, основное предназначение рынка ценных бумаг заключается в создании условий и предоставлении возможностей предпринимателям, коммерческим организациям, государству, государственным и муниципальным образованиям в получении необходимого капитала для развития производства товаров, выполнения работ и оказания услуг.

Как верно отмечает В. А. Галанов, «следует различать понятия „эмитент“ и „продавец ценной бумаги“. Эмитент – это не обязательно продавец ценной бумаги, а тот участник рынка, который выпускает ее в обращение. Например, выдача складского свидетельства или товарного векселя не принимает юридической формы его купли-продажи. Но поскольку большая часть выпускаемых ценных бумаг представляет собой инвестиционные ценные бумаги, <…> выпуск и обращение ценной бумаги обычно происходит путем ее продажи эмитентом другим участникам рынка, и данный процесс представляет собой единство эмиссионного и товарно-денежных отношений»[499].

Осуществляя эмиссию и принимая на себя соответствующий комплекс обязательств перед инвестором, *эмитент* в зависимости от того, какие ценные бумаги он выпускает, *может преследовать следующие цели:*

– привлечь капитал;

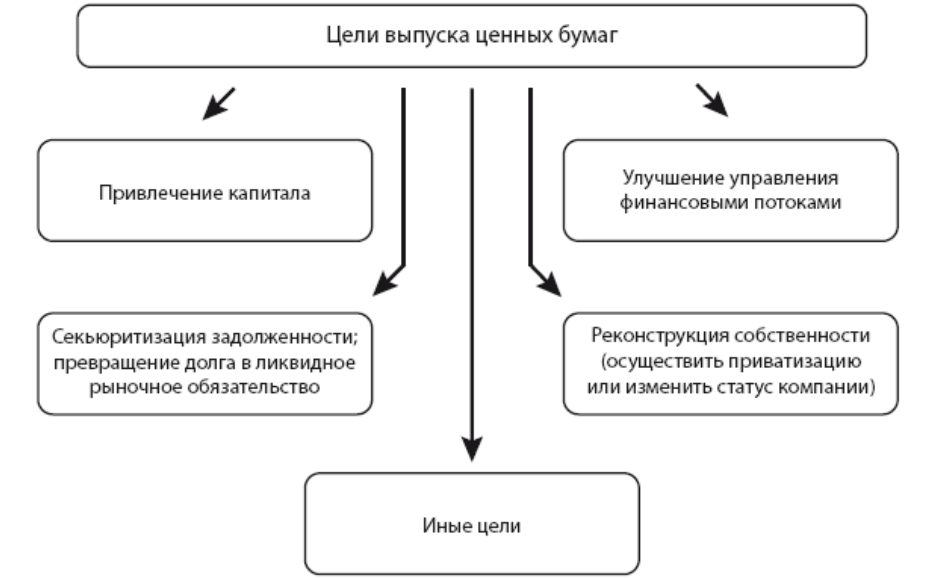
– реконструировать собственность (осуществить приватизацию или изменить статус компании);

– осуществить секьюритизацию задолженности или превратить имеющийся долг в ликвидное рыночное обязательство;

– улучшить управление своими финансовыми потоками и т. д[500].

Легальное определение понятия «эмитент» содержится в ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг. Согласно ей, **эмитент – это юридическое лицо, исполнительный орган государственной власти, орган местного самоуправления, которые несут от своего имени или от имени публично-правового образования**

обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами.


Цели выпуска ценных бумаг
Привлечение капитала
Улучшение управления финансовыми потоками
Секьюритизация задолженности; превращение долга в ликвидное рыночное обязательство
Реконструкция собственности (осуществить приватизацию или изменить статус компании)
Иные цели

Похожие определения понятия «эмитент» содержатся и в зарубежном законодательстве. Например, **эмитент** в США в соответствии с разделом 2(a)(4) Securities Act является любым лицом, которое выпускает или предлагает выпускать любые ценные бумаги, за исключением некоторых видов ценных бумаг, отдельно указанных в законодательстве (например, сертификат хранения, сертификат участия в голосующем трасте и т. д.)[501]. В мировой практике были эмитенты, не являвшиеся юридическими лицами. В качестве примера можно привести французский Fondes Communes de Titrisation (FTT) – специальное образование, созданное в рамках французского законодательства о секьюритизации[502]. В силу прямого указания закона FTT не является юридическим лицом, однако имеет право выпускать облигации.

Как уже отмечалось, Закон о рынке ценных бумаг регулирует отношения по выпуску и обращению только эмиссионных ценных бумаг, поэтому приведенное определение трактует понятие «эмитент» в довольно узком смысле. Оно не раскрывает всей сущности (в том числе экономической) эмитента как участника отношений на фондовом рынке.

Следует отметить, что долгое время определение эмитента противоречило не только его экономической сущности, но и действующему законодательству, регулирующему выпуск ценных бумаг.

В определении было указано, что в качестве эмитента выступают также *органы исполнительной власти или органы местного самоуправления, несущие от своего имени* обязательства перед владельцами ценных бумаг. При этом не учитывалось, что *именно государство, государственные и муниципальные образования* с экономической точки зрения являются участниками отношений на рынке ценных бумаг, а не органы исполнительной власти или муниципальные органы. Последние лишь выступают от их имени, однако сами не могут рассматриваться в качестве собственно эмитентов, то есть участников рынка, которые имеют потребность в капитале и несут ответственность, установленную законом[503].

Некоторая нечеткость определения, данного в законе, проявлялась также и в том, что не учитывалось наличие статуса юридического лица у органов исполнительной власти и муниципальных органов, созданных в форме учреждения, то есть некоммерческой организации, не являющейся собственником находящегося у нее имущества.

Кстати, определение, содержащееся в Законе о государственных ценных бумагах (п. 3. ст. 2), указывает, что эмитентами государственных и муниципальных ценных бумаг являются соответственно исполнительные органы государственной власти и местные администрации, которые выпускают от имени публично-правового образования ценные бумаги и несут обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами. *Налицо противоречие с определением, данным в Законе о рынке ценных бумаг.* При этом остается неясным, в каком случае несет обязательства перед владельцами ценных бумаг само публично-правовое образование, а в каком – соответствующий эмитент[504].

Регулятивное воздействие государства на деятельность эмитентов на рынке ценных бумаг заключается в следующем
Установление правил исполнения эмитентами обязательств перед владельцами ценных бумаг
Введение правил выпуска эмитентами ценных бумаги и организации обращения ценных бумаг
Контроль за деятельностью эмитентов и соблюдение ими требований законодательства и надлежащим исполнением своих обязательств перед владельцами ценных бумаг и иными лицами
Создание правового механизма предотвращения, выявления и пресечения злоупотреблений на организованных торгах в форме неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком
Установление порядка раскрытия информации эмитентами
Установление общих требований к деятельности эмитентов
Нормативное регулирование ответственности эмитентов и привлечение эмитентов в установленных случаях к ответственности за нарушение установленных правил

Государственное регулирование деятельности эмитентов на рынке ценных бумаг заключается в следующем:

– закрепление общих требований, предъявляемых к эмитентам;

– введение правил выпуска эмитентами ценных бумаги и организации обращения ценных бумаг;

– установление правил исполнения эмитентами обязательств перед владельцами ценных бумаг;

– контроль над деятельностью эмитентов: соблюдение ими требований законодательства и надлежащее исполнение своих обязательств перед владельцами ценных бумаг и иными лицами;

– закрепление порядка раскрытия информации эмитентами;

– создание правового механизма предотвращения, выявления и пресечения злоупотреблений на организованных торгах в форме неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком;

– нормативное регулирование ответственности эмитентов и привлечение эмитентов в установленных случаях к ответственности за нарушение закрепленных правил.

На первых этапах функционирования рыночной экономики в новой России предполагалось активное участие эмитентов в выработке государственной политики регулирования рынка. В частности, в 1997 году был создан Совет эмитентов при Федеральной комиссии

по рынку ценных бумаг[505]. В его состав вошли руководители крупных производственных компаний России. Совет наделялся довольно серьезными полномочиями:

– предварительное рассмотрение вопросов, связанных с подготовкой нормативных актов ФКЦБ, касающихся вопросов выпуска и обращения именных ценных бумаг;

– разработка предложений по основным направлениям регулирования выпуска и обращения эмиссионных ценных бумаг;

– взаимодействие с государственными, общественными и иными организациями и органами по вопросам, отнесенным к их компетенции;

– рассмотрение актуальных вопросов, связанных с деятельностью эмитентов на рынке ценных бумаг;

– и т. д.

Однако созданный Совет так и не стал реально работающей структурой, которая представляла бы интересы российских эмитентов во взаимоотношениях с регулятором рынка, фактически превратившись в чисто номинальную «бумажную» структуру.

Необходимо отметить, что действующее законодательство РФ предусматривает *следующие ограничения на выпуск всех либо некоторых ценных бумаг для отдельных категорий лиц:*

1. Запрет на эмиссию ценных бумаг.

Отдельные виды эмиссионных ценных бумаг могут эксклюзивно выпускаться только строго определенным кругом эмитентов.

Например, эмиссия *акций* является своеобразной привилегией акционерного общества. Как отмечается в п. 1 ст. 96 ГК РФ, *акционерным обществом* признается общество, уставный капитал которого разделен на определенное количество акций. При этом хозяйственные товарищества, общества с ограниченной и дополнительной ответственностью лишены подобного права[506].

В качестве следующего примера можно привести эмиссию *облигаций с ипотечным покрытием,* которая осуществляется исключительно ипотечными агентами и кредитными организациями[507].

Российские депозитарные расписки эмитируются только депозитарием, который:

– создается в соответствии с законодательством РФ;

– отвечает установленным нормативно-правовыми актами

ФСФР требованиям к размеру собственного капитала (собственных средств);

– осуществляет депозитарную деятельность не менее трех лет[508].

2. Ограничения эмиссии ценных бумаг.

Отдельные юридические лица введу особенностей своего правового статуса *либо ограничены, либо вообще лишены права эмиссии ценных бумаг.*

Например, *акционерный инвестиционный фонд* не вправе размещать иные ценные бумаги, кроме обыкновенных именных акций[509]. А *хозяйственное партнерство* вообще не вправе осуществлять эмиссию облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг[510].

3. Ограничение эмиссии ценных бумаг для некоммерческих организаций.

Некоммерческие организации по общему принципу не вправе осуществлять эмиссию облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг. Это установлено п. 3. ст. 5 Закона о защите прав инвесторов. Эмиссия ценных бумаг допускается только в случаях, предусмотренных федеральными законами и иными нормативно-правовыми актами РФ, при наличии обеспечения, определенного нормативными актами.

> Следует подчеркнуть, что рассматриваемое ограничение появилось только в 1999 году со вступлением в силу Закона о защите прав инвесторов.
>
> Принятый ранее, в 1996 году, Закон о рынке ценных бумаг подобных ограничений не содержал.

Следовательно, возможность эмиссии для некоммерческих организаций серьезно ограничена. На сегодняшний день действующее законодательство практически не предусматривает такую возможность со стороны некоммерческих организаций. В качестве исключений выступают близкие по правовому статусу *государственные компании и государственные корпорации.* Например, государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)», согласно соответствующему закону, наделена правом выпуска не только облигаций, но и иных ценных бумаг[511]. При этом в качестве обеспечения выступают права требования исполнения обязательств в денежной форме, приобретенные у третьих лиц[512]. Попытки разработчиков законов о других государственных корпорациях наделить их правом выпуска ценных бумаг долгое время не могли увенчаться успехом. Лишь в 2010 году государственная корпорация «Роснанотехнологии»,

ныне преобразованная в открытое акционерное общество[513], была наделена правом эмиссии облигаций[514].

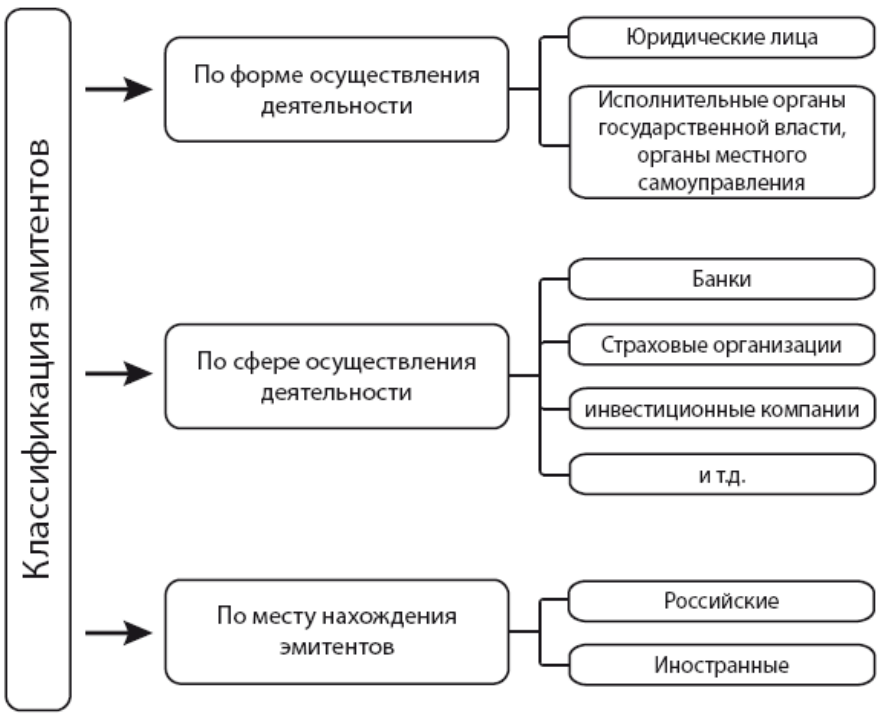
Также правом выпуска эмиссионных ценных бумаг обладает государственная компания «Российские автомобильные дороги», причем в законе особо отмечена возможность выпуска и размещения ценных бумаг в целях осуществления заимствований не только в России, но и за ее пределами[515].

Кстати, по информации А. В. Майфата, за рубежом, как правило, правом на выпуск облигаций также обладают только коммерческие организации. Однако, например, законодательство Франции разрешает некоммерческим организациям осуществлять выпуск облигаций лишь через два года после начала деятельности[516].

Общие вопросы, связанные с регулированием деятельности эмитентов, будут рассмотрены в этой главе, частные аспекты мы затронем в следующих частях.

6.2. Классификация эмитентов

Существует множество классификаций эмитентов, имеющих в своей основе как экономические, так и юридические основания. Однако остановимся, прежде всего, на правовых основаниях классификации эмитентов.



1. По форме осуществления деятельности.

Главный классификационный критерий заложен в самом определении эмитента, содержащемся в Законе о рынке ценных бумаг. В этой связи можно выделить *юридические лица, исполнительные органы государственной власти, органы местного самоуправления.* Как уже отмечаюсь, юридические лица могут выпускать эмиссионные ценные бумаги, но существует множество особенностей для каждого вида юридических лиц, что позволяет, в свою очередь, провести классификацию по *критерию, основанному на их принадлежности к той или иной организационно-правовой форме.*

Среди *коммерческих организаций-эмитентов* молено выделить акционерные общества, общества с ограниченной ответственностью, государственные (муниципальные) унитарные

предприятия[517].

Среди *некоммерческих организаций* в качестве эмитентов выступают государственные корпорации и государственные компании (например, «Внешэкономбанк» и «Автодор», о которых подробнее говорилось выше).

Особняком среди юридических лиц ввиду неопределенности своего правового статуса стоит *Центральный Банк Российской Федерации,* имеющий право эмитировать облигации [518].

По разным мнениям, нашедшим отражение в юридической литературе, статус Банка России по своей организационно-правовой форме представляет собой либо государственное учреждение, либо унитарное предприятие, либо государственную корпорацию[519]. Некоторые определяют его как специфическую публичную инстанцию (образование), обладающую, согласно Конституции РФ, отдельными властными полномочиями органов государственной власти РФ[520].

К следующей группе эмитентов, представляющих *исполнительные органы государственной власти и органы местного самоуправления,* относятся[521]:

– Правительство РФ или Министерство финансов РФ[522];

– высший исполнительный орган государственной власти субъекта РФ либо финансовый орган субъекта РФ, наделенные законом субъекта РФ правом на осуществление государственных заимствований;

– местная администрация, наделенная уставом муниципального образования правом на осуществление муниципальных заимствований.

Виды эмитентов по форме осуществления деятельности
Исполнительные органы государственной власти, органы местного самоуправления
Правительство РФ или Министерство финансов РФ
Уполномоченные высший исполнительный орган государственной власти субъекта РФ либо финансовый орган субъекта РФ.
Уполномоченная местная администрация.
Банк России
Юридические лица
Коммерческие
Некоммерческие
Акционерные общества
Общества с ограниченной ответственностью
Государственные (муниципальные) унитарные предприятия
Государственные корпорации (Внешэкономбанк)
Государственные компании (Росавтодор)

2. По сфере осуществления деятельности.

По данному основанию можно выделить банки, страховые организации, юридические лица, осуществляющие деятельность в инвестиционной, депозитарной и прочих сферах.

Отметим, что классификация по данному критерию не является полной, так как учитывает только эмитентов, являющихся коммерческими организациями, но, несмотря на это, имеет важное практическое значение. Поскольку в соответствии с п. 3 ст. 1 Закона об акционерных обществах «особенности создания, реорганизации, ликвидации, правового положения акционерных обществ в сферах банковской, инвестиционной и страховой деятельности определяются федеральными законами», эмиссия ценных бумаг указанных организаций также регулируется в особом порядке.

Например, применительно к кредитным организациям в качестве специального закона выступает Закон о банках, к акционерным инвестиционным компаниям – Закон об инвестиционных фондах. Кроме того, отдельные эмитенты характеризуются особым порядком регистрации эмиссии ценных бумаг. В частности, кредитные организации – в Банке России.

3. По месту нахождения.

На основании данного признака эмитентов можно разделить на *российских и иностранных,* то есть зарегистрированных в качестве юридических лиц в России или в иностранной юрисдикции.

На современном фондовом рынке и в экономике в целом можно наблюдать такую довольно важную тенденцию: *российские корпорации все чаще стали выбирать иностранные юрисдикции для привлечения финансовых ресурсов посредством эмиссии ценных бумаг.* При этом эмиссия осуществляется не напрямую российским юридическим лицом, а посредством эмиссии депозитарных расписок зарубежным депозитарием или специально созданной в иностранной юрисдикции компанией. О масштабах проблемы говорят данные, обнародованные в конце 2012 года: обороты по шести наиболее ликвидным бумагам российских компаний упали на Московской бирже в ноябре до 40,1 % против 59,9 % на Лондонской фондовой бирже ($12,8 млрд против $19,2 млрд)[523].

В качестве основных факторов, влияющих на выбор иностранной юрисдикции в целях осуществления эмиссии ценных бумаг, можно выделить следующие[524]:

– *налоговая эффективность:* в этой связи доминируют Кипр и Нидерланды, с которыми у России заключены соглашения об избежании двойного налогообложения;

– *исторически сложившаяся структура владения,* которая объясняет широкую представленность различных островных государств, обеспечивающих владельцам комфортный режим защиты собственности, в том числе через гарантии повышенной конфиденциальности;

– *эффективность управления:* особенности проведения корпоративных мероприятий органами управления компании, особенности подготовки налоговой и бухгалтерской отчетности;

– *регуляторные требования:* например, для получения премиального листинга на Лондонской фондовой бирже с объемом акций в свободном обращении меньше 50 % и последующего включения в биржевой индекс FTSE 100 Index[525] необходима регистрация эмитента в Великобритании.

Необходимо рассмотреть особенности правового статуса иностранных эмитентов на рынке ценных бумаг России. В специальной литературе отмечается *либерализация требований, предъявляемых к иностранным эмитентам* законодательством о рынке ценных бумаг. Если раньше требовалось осуществить эмиссию ценных бумаг на территории РФ, то теперь возможно только размещение и обращение указанных ценных бумаг в России. При этом сама процедура выпуска ценных бумаг осуществляется в иностранном государстве[526].

> По словам М. Ю. Алексеева[527], обращение акций иностранных эмитентов на территории СССР началось в 1991 году. Впервые они начали предлагаться к покупке на Балтийской фондовой бирже, а затем, с ноября, стали реализовываться в фондовом отделе Российской товарно-сырьевой биржи и на Московской центральной фондовой бирже. Доступ иностранных эмитентов на отечественный фондовый рынок происходил в отсутствие соответствующего правового регулирования. Соответствующее положение о том, что ценные бумаги иностранных эмитентов допускаются к обращению на территории РСФСР только на основании государственной регистрации в Министерстве экономики и финансов РСФСР, получило нормативное закрепление только в декабре 1991 года [528].

Закон о рынке ценных бумаг (ст. 51.1) предлагает следующий **перечень иностранных эмитентов:**

1) иностранные организации с местом учреждения в государствах, являющихся членами Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), членами или наблюдателями Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег

(ФАТФ) и (или) членами Комитета экспертов Совета Европы по оценке мер по противодействию отмыванию денег и финансированию терроризма (Манивэл), и (или) участниками Единого экономического пространства;

2) иностранные организации с местом учреждения в государствах, с соответствующими органами (организациями) которых федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг заключено соглашение, предусматривающее порядок их взаимодействия;

3) международные финансовые организации, включенные в перечень, утвержденный Правительством Российской Федерации[529];

4) иностранные государства, указанные в упомянутых выше пунктах 1 и 2, а также центральные банки и административно-территориальные единицы таких иностранных государств, обладающие самостоятельной правоспособностью;

5) иностранные организации, ценные бумаги которых прошли процедуру листинга на иностранной бирже, входящей в перечень, утвержденный ФСФР в установленном порядке.

Необходимо отметить, что *размещение ценных бумаг иностранных эмитентов* возможно также *при одновременном соблюдении следующих условий*[530]:

1) присвоение иностранным финансовым инструментам международного кода (номера) идентификации ценных бумаг и международного кода классификации финансовых инструментов;

2) квалификация иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг в установленном порядке[531];

3) наличие соответствующего решения ФСФР о допуске к размещению ценных бумаг;

4) регистрация ФСФР проспекта таких ценных бумаг[532].

Кроме того, если эмитентом выступает *международная финансовая организация,* то ее ценные бумаги допускаются к публичному размещению и (или) публичному обращению в России, если условия их выпуска не содержат ограничений на обращение таких ценных бумаг среди неограниченного круга лиц и (или) на предложение таких ценных бумаг неограниченному кругу лиц.

> В настоящее время не так уж много иностранных эмитентов проявило интерес к размещению ценных бумаг в России. Очевидно, данная ситуация связана с отсутствием достаточного числа инвестиционных средств, общей неразвитостью инфраструктуры рынка, а также со сложностью отдельных требований

отечественного законодательства к эмитентам, например, проспект ценных бумаг, который составляется на русском языке[533]. Зафиксировано лишь несколько случаев размещения ценных бумаг иностранными лицами в России. Исключением, в частности, является канадская Uranium One Inc.[534] Правда, необходимо обратить внимание на то обстоятельство, что контрольный пакет акций компании (51,4 %) принадлежит российскому акционерному обществу ОАО «Атомредметзолото»[535]. Кроме того, в 2010 году произошло публичное размещение государственных облигаций Республики Беларусь[536].

6.3. Правовой статус публичных обществ

Деление компаний на *публичные и частные,* распространенное за рубежом, емко и лаконично отражает два различных подхода к организации предпринимательской деятельности. Один из них состоит в развитии бизнеса за счет средств, привлекаемых через фондовый рынок (прежде всего, при помощи акций или депозитарных расписок). Другой же подход исходит из того, что ресурсы для развития черпаются либо из чистой прибыли самой компании, либо из средств ее участников.

Как и многие другие термины, широко используемые на практике, определение публичных и частных компаний долгое время не находило легального закрепления в действующем законодательстве. Прежде всего, это связано с тем, что Гражданский кодекс РФ основывается на иных, нежели иностранные законы, принципах классификации юридических лиц.

Например, деление компаний на частные (private companies) и публичные (public companies)[537] содержится в британском Законе о компаниях от 2006 года (Companies Act 2006)[538]. В качестве основного отличия двух разновидностей компаний выступает именно свободная продажа акций публичных компаний на фондовом рынке.

Законодательство США устанавливает, что публичной признается компания, обладающая хотя бы одним из следующих признаков:

1) ценные бумаги компании должны пройти процедуру листинга на фондовой бирже;

2) активы компании превышают $10 млн, а число акционеров – более 500 человек;

3) компания зарегистрирована для публичного предложения своих ценных бумаг[539].

Необходимость закрепления в отечественном законодательстве разделения на частные и публичные общества уже давно обсуждается в специальной литературе. При этом в качестве одного из доводов в пользу изменения законодательства используется упоминание о фактически искусственном создании многих современных акционерных обществ во время приватизации 1990-х годов. Как отмечает И. С. Шиткина, по сути, указанные общества всего лишь являлись механизмом «раздачи» акций, а не способом привлечения инвестиций. Эти компании среднего, а зачастую даже малого бизнеса никогда не привлекали и не планируют привлекать капитал с фондового рынка, но

вынуждены раскрывать информацию о своей деятельности подобно «голубым фишкам»[540].

В настоящее время можно выделить *несколько подходов* к нормативному решению указанной проблемы. Что характерно, в каждом случае публичными признаются исключительно акционерные общества, при этом иные разновидности хозяйственных обществ в качестве публичных не рассматриваются. Здесь учитывается такая важная особенность акционерных обществ, как разделение уставного капитала на акции, свободно обращающиеся на рынке и наделяющие своих владельцев целым комплексом прав, в том числе и на управление обществом. Очевидно, что подобная ситуация невозможна в обществе с ограниченной ответственностью, даже осуществившем публичное размещение своих облигаций.

В обнародованной несколько лет назад **Концепции развития корпоративного законодательства** Министерства экономического развития и торговли РФ[541] на период до 2008 года (п. 26)[542] предлагалось считать публичными акционерные общества, отвечающие хотя бы одному из следующих критериев: – общество хотя бы один раз должно осуществить размещение своих акций среди неограниченного круга лиц;

– акции общества должны обращаться среди неограниченного круга лиц на вторичном рынке в результате действий самого общества, его акционеров, либо иных лиц (в том числе финансовых посредников), действующих от имени и в интересах общества или акционеров;

– публичный статус компании должен быть определен ее уставом.

Не будем касаться вопроса о необходимости закрепления публичного статуса общества в его уставе: в случае соответствующего регулирования данное требование будет органично смотреться в корпоративном законодательстве. Однако вызывает вопросы предложение наделять статусом публичного акционерное общество в случае, если его акционеры инициировали обращение акций среди неограниченного круга лиц. Во-первых, что считать действиями, которые привели к неограниченному обращению? Продажа акционером нескольких своих акций на вторичном рынке? Но как это может изменить статус самого общества? Во-вторых, не будут ли сознательные действия

отдельных акционеров по организации обращения акций среди неограниченного круга лиц в целях наделения общества публичным статусом идти вразрез с интересами иных акционеров и самого общества в целом? Вспомним о наметившейся мировой тенденции создания интернет-ресурсов (например, SecondMarket и SharesPost), на которых предлагаются к продаже акции частных компаний[543]. Также следует напомнить, что во многих странах признание компании публичной приводит к серьезным нормативным требованиям[544].

Второй подход к определению публичного акционерного общества содержится уже в Концепции развития гражданского законодательства Российской Федерации. В таком качестве, по мнению разработчиков Концепции, должны выступать акционерные общества с момента государственной регистрации проспекта их акций, подлежащих размещению среди неограниченного круга лиц по открытой подписке (п. 4.1.5 части III Концепции).

Следует отметить неудачность последнего определения. Дело в том, что открытая подписка сама по себе предполагает, что ценные бумаги будут размещаться среди неограниченного круга лиц. Предположить вероятность размещения по открытой подписке среди заранее определенного круга лиц невозможно, так как в этом случае будет иметь место закрытая подписка.

Новый импульс обсуждения вопроса о понятии публичного общества появился с проектом изменений в Гражданский кодекс, внесенным в Государственную Думу президентом РФ в 2012 году[545].

Итак, согласно ст. 66.3 указанного проекта, предлагается следующим образом разделить общества на основе **публичности:**

1. Выделяются четкие *критерии отнесения акционерного общества к публичным:*

1) акции или иные ценные бумаги должны размещаются публично (путем открытой подписки);

2) акции или иные ценные бумаги должны обращаться публично на условиях, установленных законодательством;

3) акционерное общество, устав и фирменное наименование должны содержать указание на то, что общество является публичным.

2. Непубличным признается **общество с ограниченной**

ответственностью, а также акционерное общество, которое не отвечает признакам, указанным в предыдущем пункте [546].

Проект закона также предполагает *дифференцированный подход к правовому регулированию публичных и непубличных обществ.* Следует отметить, что требования закона более императивны. Это вызвано большим числом нынешних и будущих акционеров, что обусловлено свободным оборотом акций. Инвесторы заинтересованы в подобном подходе, ведь он позволяет получать им максимум информации о деятельности эмитента и предоставляет широкие возможности по участию в его управлении. Например, п. 6 ст. 97 проекта изменения ГК закрепляет принцип публичного раскрытия информации. В то же время п. 5 указанной статьи устанавливает невозможность ограничения количества акций, принадлежащих одному акционеру, а также максимального числа голосов, предоставляемых одному акционеру, кроме этого, п. 3 предусматривает обязательное создание наблюдательного совета.

Однако *регулирование непубличных обществ более диспозитивно* и предоставляет возможность их участникам самостоятельно определять специфику управления компанией. Например, по единогласному решению всех участников (п. 3 ст. 66.3 проекта) допускается изменить установленный законодательством порядок созыва, подготовки и проведения общих собраний участников, перераспределить управленческие функции между различными органами управления.

Ошибочно полагать, что так называемые публичные компании являются прерогативой крупного бизнеса, а частные – среднего и малого. Ничего подобного. Например, компания Unilever осуществляет свою деятельность в России, прежде всего, посредством ООО «Юнилевер Русь» (ранее ООО «Юнилевер СНГ»)[547]. При этомуказанное общество с ограниченной ответственностью является одним из крупнейших поставщиков продуктов и товаров народного потребления на российский рынок.

В зарубежной литературе выделяются как преимущества, так и недостатки приобретения статуса публичной компании[548]. В числе **преимуществ** фигурируют:

– получение средств на развитие компании;

– дополнительное финансовое стимулирование сотрудников[549];

– возможность для инвесторов зафиксировать прибыль: если они приобрели акции компании до получения ею публичного статуса, то они, как и сотрудники, могут продать акции по более высокой цене;

– возможность использовать акции публичной компании в сделках слияний и поглощений посредством их обмена на акции иной публичной компании;

– доступ к публичному рынку финансовых ресурсов (например, посредством публичного размещения облигаций компании) и др.

Но также выделяются и **негативные последствия** приобретения статуса публичной компании:

– отвлечение управленческих ресурсов на сопровождение процесса приобретения статуса публичного общества в ущерб текущей деятельности компании;

– ограничения деятельности компании и ее руководства (например, менеджеры публичной компании зачастую воздерживается от публичных заявлений во избежание обвинений в манипулировании рынком);

– проверки со стороны регулирующих органов и необходимость раскрытия информации о своей деятельности;

– более жесткие требования к организации корпоративного управления.

Таким образом, выделение из состава хозяйственных обществ публичных компаний, обладающих особым правовым статусом и большим по сравнению с остальными компаниями объемом предъявляемых к ним требований, должно повысить уровень защиты инвесторов со стороны государства и уровень инвестиционной привлекательности отечественного рынка ценных бумаг.

Краткие выводы

1. Эмитент является одной из центральных фигур на фондовом рынке. Именно это лицо осуществляет выпуск ценных бумаг для последующей продажи инвестору, именно оно получает на рынке необходимые финансовые ресурсы для своего дальнейшего развития, и именно эмитент несет ответственность перед владельцами размещенных ценных бумаг за надлежащее осуществление воплощенных в них прав.

2. В настоящее время на правовое регулирование эмитентов влияют глобализация финансовых рынков (эмитент напрямую или косвенно инициирует размещение ценных бумаг не только в государстве своего места нахождения) и усложнение финансовых инструментов, предлагаемых инвесторам. Соответственно усложняется контроль над деятельностью эмитентов со стороны государственных органов, более того в правовом регулировании задействованы нормы различных государств.

3. Государственное регулирование деятельности эмитентов на рынке ценных бумаг заключается в следующем:

– закрепление общих требований, предъявляемых к эмитентам;

– введение правил выпуска эмитентами ценных бумаги и организации обращения ценных бумаг;

– установление правил исполнения эмитентами обязательств перед владельцами ценных бумаг;

– контроль над деятельностью эмитентов: соблюдение ими требований законодательства и надлежащее исполнение своих обязательств перед владельцами ценных бумаг и иными лицами;

– закрепление порядка раскрытия информации эмитентами;

– создание правового механизма предотвращения, выявления и пресечения злоупотреблений на организованных торгах в форме неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком;

– нормативное регулирование ответственности эмитентов и привлечение эмитентов в установленных случаях к ответственности за нарушение закрепленных правил.

4. Действующее законодательство РФ предусматривает следующие ограничения на выпуск всех либо некоторых ценных бумаг для отдельных категорий лиц:

1) запрет на эмиссию ценных бумаг:

– отдельные виды эмиссионных ценных бумаг могут эксклюзивно выпускаться только строго определенным кругом эмитентов;

2) ограничения эмиссии ценных бумаг:

– отдельные юридические лица ввиду особенностей своего правового статуса либо ограничены, либо вообще лишены права эмиссии ценных бумаг;

3) ограничение эмиссии ценных бумаг для некоммерческих организаций:

– некоммерческие организации по общему принципу не вправе осуществлять эмиссию облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг.

5. Существует множество классификаций эмитентов, имеющих в своей основе как экономические, так и юридические основания:

– по форме осуществления деятельности;

– по сфере осуществления деятельности;

– по месту нахождения.

6. Деление компаний на публичные и частные, распространенное за рубежом, емко и лаконично отражает два различных подхода к организации предпринимательской деятельности. Один из них состоит в развитии бизнеса за счет средств, привлекаемых через фондовый рынок (прежде всего, при помощи акций или депозитарных расписок). Другой же подход исходит из того, что ресурсы для развития черпаются либо из чистой прибыли самой компании, либо из средств ее участников.

Контрольные вопросы

1. Какие факторы в современном мире оказывают воздействие на правовое регулирование эмитентов?
2. Какие цели может преследовать эмитент в ходе эмиссии ценных бумаг?
3. Дайте легальное определение эмитента. Существуют ли противоречия между определениями эмитента, содержащимися в различных нормативных актах?
4. В чем заключается регулятивное воздействие государства на деятельность эмитентов?
5. Приведите примеры запрета эмиссии отдельных видов ценных бумаг основной части эмитентов.
6. Какие юридические лица ввиду особенностей своего правового статуса либо ограничены, либо вообще лишены права эмиссии ценных бумаг?
7. Вправе ли некоммерческие организации осуществлять эмиссию ценных бумаг?
8. Какие основания классификации эмитентов вы знаете?
9. Какие эмитенты относятся к исполнительным органам государственной власти и органам местного самоуправления?
10. Назовите требования, предъявляемые к иностранным эмитентам.
11. Какие признаки публичной компании выделяются в зарубежном законодательстве?
12. Выделите критерии отнесения акционерного общества к публичным на основании проекта изменений Гражданского кодекса. Какие особенности правового регулирования публичных и частных обществ вы можете назвать?

Основная литература

Choi S. J., Pritchard A. C Securities Regulation: the essentials. – Aspen Publishers Inc., 2008. – 416p.

Schultheis P. J., Day R. G., Lewis J. R., Lindquist S.J., O'Connor R. G. The initial public offering. A Guidebook for Executives and Boards of Directors. – 3rd ed. – Bowne & Co, 2008.

Богданов И. Работа российского рынка ценных бумаге иностранными эмитентами // Рынок ценных бумаг. – 2010. – № 8.

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.

Галанов В. А. Рынок ценных бумаг. Теория и практика: учебник. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 752 с.

Глазунов Д. А. Эмитенты, инвесторы и профессиональные участники рынка ценных бумаг//Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е.Туктаров [и др.]; отв. ред. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. – М.: Статут, 2010. – 268 с. Гортинская Е. И. Правовой статус ипотечного агента в сделках секьюритизации активов//Предпринимательское право. – 2009. – № 4. -С. 36–41.

Мальков А. В. Размещение акций: структурирование и ценообразование. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2011. – 224с.

Молотников А. Е. Публичные компании: основные особенности и перспективы дальнейшего развития//Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2008. – № 12.

Рыбкин К. А. Юридические лица как носители основных прав: российская и европейская практика //Журнал российского права. – 2007. -№ 11.-С. 30–39.

Суханов Е. А. Об ответственности государства по гражданско-правовым обязательствам // Вестник ВАС РФ. – 2001. – № 3. – Электрон, вере, печат. публ. – URL: http://base.consultant.ru. – (Доступ ограничен).

Дополнительная литература

Кредитные организации в России: правовой аспект/отв. ред. Е. А. Павлодский. – М.: Волтере Клувер, 2006. – 624с.

Маевская Э. Разделение акционерных обществ на публичные и непубличные может существенно облегчить их корпоративную жизнь: интервью с Ю. Н. Распутным // Акционерный вестник. – М., 2012. -№ 6.-С. 44–48.

МайфатА. В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования, – М.: Волтере Клувер, 2006. – 328 с.

Рынок ценных бумаг: правовое регулирование. – М.: ОЛМА-ПРЕСС, 2002,– 396с.

Туктаров Е. Ю., Семикова Л. Е. Управление риском банкротства в финансовых сделках//Частное право и финансовый рынок: сборник статей/отв. ред. М. Л. Башкатов, – М.: Статут, 2011,– Вып. 1,– С. 169–217.

Глава 7
Эмиссия ценных бумаг

– Мы обсуждаем не долг, а эмиссию. Это две разные вещи. Я уполномочен сообщить вам от имени совета директоров об эмиссии [акций]. Вот меморандум.

Юлия Латынина «Охота на изюбря», 1999 год

1. Понятие эмиссии.

2. Процедура эмиссии.

3. Особенности эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг.

Глоссарий

Эмиссия – установленная Законом о рынке ценных бумаг последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

Публичное размещение ценных бумаг — размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на организованных торгах[550].

Публичное обращение ценных бумаг – обращение ценных бумаг на организованных торгах или обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы[551].

Листинг ценных бумаг – включение ценных бумаг организатором торговли в список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам, в том числе включение ценных бумаг биржей в котировальный список.

Делистинг ценных бумаг — исключение ценных бумаг организатором торговли из списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам, в том числе исключение ценных бумаг биржей из котировального списка.

IPO (Initial Public Offering) – первичное публичное предложение ценных бумаг (прежде всего, акций) частной компании.

Размещение эмиссионных ценных бумаг – отчуждение эмиссионных ценных бумаг первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок.

Способ размещения эмиссионных ценных бумаг – это совокупность действий, осуществляемых эмитентом, субъектами учетной системы (регистратором или, в некоторых случаях, регистраторами, номинальными держателями или депозитариями), инвесторами (в некоторых случаях), направленных на предоставление эмитентом в собственность инвесторов размещаемых эмиссионных ценных бумаг.

Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг — это документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой.

Маркет-мейкер — участник торгов, который на основании договора, одной из сторон которого является организатор торговли, принимает на себя обязательства по поддержанию цен, спроса, предложения и (или) объема торгов финансовыми инструментами на условиях, установленных таким договором.

Финансовый консультант – юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и (или) дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту

услуги по подготовке проспекта ценных бумаг.

7.1. Понятие эмиссии

Эмиссия является центральным элементом перераспределения финансовых средств от инвестора к эмитенту. В ходе эмиссии происходит возникновение ценных бумаг, появляются соответствующие права и обязанности у различных участников данного процесса. Применительно к эмиссионным ценным бумагам важность самой процедуры эмиссии заключается в том, что в ее результате эмитент становится обязанным перед довольно большим количеством лиц. Отсюда вполне возможны нарушение прав приобретателей ценных бумаг и конфликтные ситуации между эмитентом и инвесторами. Учитывая специфику рынка ценных бумаг, даже единичные случаи негативной практики эмиссии ценных бумаг могут отрицательно сказаться на инвестиционной привлекательности как самого рынка, так и экономики страны в целом[552].

Кроме этого, сама процедура эмиссии таит в себе множество вопросов и спорных моментов не только теоретического, но и практического характера, поэтому большое чисто подзаконных нормативных актов посвящено именно ее регулированию.

Итак, согласно Закону о рынке ценных бумаг, под *эмиссией понимается установленная законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.* Однако летать но установленное понятие эмиссии не вполне точно отражает ее суть и потому справедливо критикуется многими исследователями, которые обращают внимание на следующие моменты.

Во-первых, законодательство сводит процедуру эмиссии к действиям одного лишь эмитента, хотя в принципе невозможно представить такую эмиссию, при которой возникновение ценных бумаг зависело бы только от одного эмитента [553].

Во-вторых, в определении отсутствует какое-либо разделение категорий эмиссии и размещения. Безусловно, размещение ценных бумаг – это важный, но не единственный этап эмиссии.

Поскольку *эмиссия представляет собой последовательность действий эмитента и иных лиц (государственных органов, органов корпоративного управления и т. д.), то в результате этих действий возникают эмиссионные отношения, имеющие направленность на решение задач, стоящих перед эмитентом.* Как и любые отношения в сфере экономики, они, будучи опосредованы правом, приобретают характер правовых отношений. Рассматривая их по отраслевой принадлежности, то есть делению права на отрасли по предмету и методу, следует

подчеркнуть их *комплексный характер.* А с точки зрения стоящих перед эмиссией целей они приобретают единую направленность.

В отечественной юридической доктрине выделяются *различные подходы к определению правовой природы эмиссии.* Так, В. К. Андреев считает, что «сама по себе эмиссия есть торговая сделка, которая должна соответствовать нормам ст. 153–181 ГК РФ. Эмиссия ценных бумаг – односторонняя сделка. Она создает обязанности для эмитентов (д. ля акционерного общества, иного юридического лица, государственных органов исполнительной власти и органов местного самоуправления)»[554]. Аналогичной точки зрения придерживался М. И. Брагинский, который также относил эмиссию ценных бумаг к числу односторонних сделок[555].

Кроме этого, существует противоположная позиция Г. Н. Шевченко: она предлагает рассматривать эмиссию как «сложное юридическое явление, которое не может быть сведено к односторонней сделке; это последовательность действий эмитента, включающая в себя различные юридические факты, в том числе односторонние сделки, административные акты, гражданско-правовые договоры. Волеизъявления одной стороны явно недостаточно для того, чтобы эмиссионные ценные бумаги были размещены»[556].

Наиболее точным представляется определение эмиссии, данное А. Ю. Синенко: **«эмиссия ценных бумаг** – совокупность гражданско-правовых сделок, административных актов и организационно-распорядительных действий (содержание эмиссии), совершаемых эмитентами и иными лицами в предписываемой законом или в ином порядке, им установленном, форме и последовательности (процедура эмиссии), и направленных на размещение ценных бумаг, а, в конечном счете, – на удовлетворение экономических потребностей граждан и юридических лиц»[557].

Эмиссия преследует следующие **основные цели:**

1) привлечение дополнительных финансовых ресурсов для развития эмитента;

2) перераспределение объема корпоративных прав, принадлежащих владельцам акций [558].

> В случае, когда происходит выпуск акций, эмитент может преследовать одновременно все обозначенные цели. Например, по сообщениям СМИ, в октябре 2012 года фонд Russia Partners стал акционером «Восточного экспресс-банка», выкупив часть его дополнительной эмиссии. Russia Partners выкупил половину эмиссии на

сумму 4,6 млрд руб., что составило 7 % акций указанного эмитента. До проведения дополнительной эмиссии крупнейшими акционерами банка являлись фонд Baring Vostok Capital Partners (30 %) и IFC (13,9 %). Они сохранили доли и вместе с пакетом Russia Partners получили контроль в банке[559].

В недавнее время эмиссия стала использоваться и в целях реализации государственных планов по приватизации акционерных обществ. Например, с учетом приоритетов экономического развития Российской Федерации одной из основных задач государственной политики в сфере приватизации федерального имущества в 2011–2013 годах является стимулирование развития фондового рынка[560].

По сообщению Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации, до 2016 года планируется сократить или прекратить участие государства в уставных капиталах крупнейших российских эмитентов, как уже обращающихся на фондовых биржах (ОАО «Банк ВТБ», ОАО «НК „Роснефть“», ОАО «АК„Транснефть“», ОАО «Аэрофлот», ОАО «Русгидро» и др.), так и тех, которые имеют значительные перспективы входа в группу наиболее ликвидных ценных бумаг на российском биржевом рынке (ОАО «АК„Алроса“», ОАО «РЖД», ОАО «ОЗК», ОАО «Уралвагонзавод» и др.). При этом, исходя из высокой инвестиционной привлекательности акций этих компаний и важности развития российского фондового рынка, Минэкономразвития считает приоритетом размещение приватизируемых акций и акций дополнительного выпуска этих компаний с листингом на российских фондовых площадках (Московской бирже) [561].

В последнее время широкую популярность приобрело понятие **IPO (Initial Public Offering)** – первичное публичное предложение ценных бумаг (прежде всего, акций) частной компании. Иными словами, IPO представляет собой публичное предложение, которое компания делает всем заинтересованным инвесторам, выставляя на продажу пакет акций, который по размерам обычно не превышает блокирующий (что позволяет собственникам сохранить контроль над компанией).

Следует особо подчеркнуть, что **IPO не является синонимом эмиссии.** Во-первых, эмиссия может быть связана не только с

акциями, но и с иными ценными бумагами. Во-вторых, эмиссия может проводиться и без осуществления публичного размещения ценных бумаг, например, по закрытой подписке. В-третьих, понятие IPO, по своей сути, вообще не является юридическим термином и не определяется ни в одном отечественном нормативном акте[562]. Под ним довольно часто подразумевается не только сам процесс размещения или продажи ценных бумаг, но и сопутствующие процессы, прежде всего, маркетингового свойства, организуемые с целью повышения интереса к ценным бумагам со стороны потенциадьных инвесторов (например, т. н. *pre-marketing и road show).*

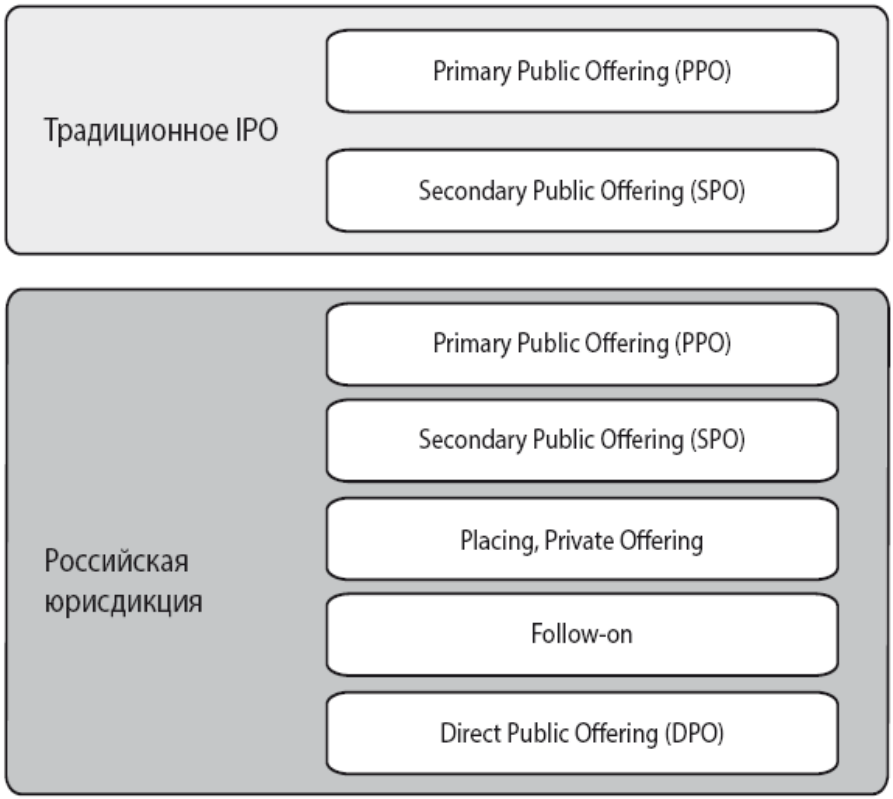
Процесс, получивший название **pre-marketing,** состоит в том, что инвестиционные консультанты совместно с эмитентом определяют основные подходы к его позиционированию на рынке: составляются аналитические обзоры и презентационные материалы[563]. Например, в январе 2013 года в рамках премаркетинга Московской Биржи эмитент выбирал дату публичного размещения акций: необходимо было сделать выбор между началом февраля и концом апреля. С одной стороны, считалось, что чем раньше пройдет размещение, тем больше шанс продать инвесторам ожидания роста биржи за счет ее заявленных проектов. С другой – высказывались опасения, что Московская Биржа технически не полностью готова, необходимы дополнительные встречи с аналитиками и инвесторами. Кроме того, в апреле IPO могло быть подкреплено консолидированной финансовой отчетностью за весь 2012 год, а не за девять месяцев в случае с февральским размещением[564].

Неотъемлемым элементом маркетинговой стратегии IPO является процесс, получивший название **road show**[565]. Основная цель road show состоит в проведении цикла встреч в различных городах и странах между руководством эмитента, андеррайтерами и крупными институциональными инвесторами. Отдельные институциональные инвесторы могут получить приглашение на индивидуальную встречу, в ходе которой будут подробно рассказаны различные детали планируемого размещения акций[566]. Однако проведение road show серьезно влияет на стоимость, по которой будут размещены акции компании, ведь именно институциональные инвесторы контролируют

значительную часть финансовых ресурсов и могут приобрести значительную часть или весь объем планируемой эмиссии акций.

Вот наглядный пример рассматриваемого процесса. 15 ноября 2012 года компания «Мегафон» объявила о начале road show и назвала примерную стоимость акции и глобальной депозитарной расписки (GDR), которую рассчитывает получить по итогам размещения на Лондонской фондовой бирже, – $20–25. При этом предполагалось завершить встречи с инвесторами 27 ноября, а само IPO провести предположительно 28 ноября[567].

Необходимо отметить, что в действующем российском законодательстве закреплено **понятие публичного размещения ценных бумаг.** Под ним понимается *размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на организованных торгах*. При этом не является публичным размещение предназначенных для квалифицированных инвесторов ценных бумаг на организованных торгах. Публичное размещение не следует отождествлять ни с понятием эмиссии (публичное размещение – всего лишь разновидность одного из этапов процедуры эмиссии – размещения ценных бумаг), ни с понятием IPO.



Традиционно *IPO принято разделять на следующие виды:*

1. Primary Public Offering (PPO) – первичное публичное предложение акций. В ходе PPO к размещению предлагается новый выпуск акций компании. При этом PPO используется как способ привлечения необходимого капитала компанией-эмитентом.

2. Secondary Public Offering (SPO) – вторичное публичное предложение акций. SPO используется для размещения акций, принадлежащих уже существующим акционерам – создателям компании или венчурным фондам[568]. Следует отметить, что в качестве предлагающего пакет акций к продаже может выступать и государство в процессе приватизации[569]. В отличие от PPO, SPO не оказывает влияния на уставный капитал организации, однако делает компанию публичной и повышает ее ликвидность.

В российской практике термин IPO трактуют более широко, причисляя к нему следующие явления:

– частное размещение среди узкого круга заранее отобранных инвесторов с получением листинга на бирже (*placing, private offering);*

– размещение компанией, чьи акции уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций на открытом рынке – так

называемое доразмещение или вторичное публичное размещение (*follow-on);*

– самостоятельное публичное размещение акций эмитента напрямую первичным инвесторам, минуя организованный рынок, – *direct public offering (DPO)*[570].

Во второй половине 2000-х годов применительно к процессу выпуска акций крупнейших российских компаний, находящихся под контролем государства, стал употребляться термин **«народное IPO».** В 2006 году произошло публичное размещение акций ОАО «НК „Роснефть“», а в следующем году – ОАО «Сбербанк России» и ОАО Банк ВТБ[571]. При этом в ходе размещения ценных бумаг всячески подчеркивалась связь указанных компаний с государством. Данное обстоятельство привело к тому, что акционерами стали физические лица, не обладающие надлежащим уровнем финансовой грамотности и полагавшие, что вложение в акции таких крупных компаний с участием государства не может привести к финансовым потерям. В результате после снижения курсовой стоимости акций, произошедшей во время кризиса 2008 года, многие мелкие инвесторы так и не смогли компенсировать денежные средства, вложенные в приобретение ценных бумаг.

Как отмечают некоторые эксперты, «в силу специфики, сложности компаний, которые выходят на публичное размещение, частные инвесторы подчас не всегда могут правильно оценить риски, параметры оценок, прогнозы роста компании, которые закладывают менеджмент или банкиры. Инвестирование в ценные бумаги, тем более акции, дело сложное, непростое. Это дело профессиональных, квалифицированных инвесторов»[572]. В этой связи даже руководители акционерных обществ с участием государства высказались против реализации народного IPO. Например, руководитель ОАО «РЖД» Владимир Якунин особо отметил, что «при народном IPO государство берет на себя некую ответственность за доходность моих инвестиций. А в сложном мире бизнеса оно не может этого гарантировать. Сама идея, как всегда, хороша, но результат получается по Черномырдину»[573].

В связи с массовым недовольством миноритарных акционеров ОАО Банк ВТВ было принято решение, поддержанное и являвшимся на тот момент Председателем Правительства России В. В. Путиным, о проведении обратного выкупа акций у акционеров (т. н. buy-back)[574].

В чем же состояли **особенности выкупа акций ОАО Банк ВТБ**[575]**.**

1. Предложение (оферта) о приобретении акций было сделано дочерним обществом ООО ВТВ Пенсионный администратор[576]?.

2. Принять участие в обратном выкупе смогли только владельцы акций, которые приобрели их в рамках эмиссии, состоявшейся в 2007 году, и являлись акционерами на 1 февраля 2012 года (то есть на день, предшествующий упомянутому выступлению Председателя Правительства РФ).

3. Предложение распространялось на владельцев обыкновенных именных акций – физических и юридических лиц, в т. ч. нерезидентов. Иными словами, была оказана поддержка не только российским гражданам, принявшим участие в народном IPO, но и более искушенным инвесторам – юридическим лицам. Кроме того, предложение распространилось и на иностранных инвесторов.

4. Цена выкупа составила 13,6 коп. за 1 акцию, что соответствует стоимости первичного размещения акций в 2007 году.

5. Количество акций, выкупаемых у одного акционера, не могло быть больше:

– количества акций, приобретенных им в ходе IPO в 2007 году;

– количества акций, которыми акционер владел по состоянию на 1 февраля 2012 года;

– 3 676 471 акции (или 500 тыс. рублей).

6. Срок действия предложения – с 12 марта по 13 апреля 2012 года.

7. Наследники участников народного IPO, вступившие в права наследования до окончания срока действия оферты, также смогли принять участие в обратном выкупе.

По итогам проведенного обратного выкупа акций было подано около 75 тыс. заявок на сумму примерно 11,5 млрд рублей[577]! С практикой подобной процедуры вряд ли можно согласиться. Во-первых, лица, приобретавшие акции, должны были допускать вероятность снижения рыночной стоимости ценных бумаг и сознательно принимать на себя указанные риски. Во-вторых, выкуп акций осуществлялся за счет средств юридического лица, находящегося пусть и не под прямым, но под косвенным контролем государства. В-третьих, данная мера не повысила инвестиционную привлекательность ни акций ОАО Банк ВТБ, ни российского фондового рынка в целом[578]. Миноритарные владельцы реализовали принадлежащие им акции, не собираясь участвовать в новых размещениях акций на российском рынке капиталов.

В связи с рассматриваемой темой интересен опыт Республики Казахстан. В этой стране наблюдается

системный подход к вовлечению миноритарных инвесторов в инвестиционную деятельность на фондовом рынке. В этих целях постановлением Правительства Республики Казахстан от 8 сентября 2011 года № 1027 была утверждена Программа вывода пакетов акций дочерних и зависимых организаций акционерного общества «Фонд национального благосостояния„Самрук-Казына“» на рынок ценных бумаг[579].

Согласно разделу 4 Программы, ее целями является следующее:

1) предоставление возможности населению Казахстана владеть акциями крупнейших компаний, а также диверсифицировать и преумножить сбережения путем инвестирования в ценные бумаги;

2) развитие казахстанского рынка ценных бумаг;

3) создание культуры инвестирования на рынке ценных бумаг;

4) повышение прозрачности, эффективности и конкурентоспособности крупнейших компаний Казахстана.

Что характерно, приобретать акции в рамках программы «народное IPO» могут исключительно граждане Казахстана.

В российских условиях **правовая основа** осуществления эмиссии корпоративных ценных бумаг[580], прежде всего, базируется на нормах, закрепленных в Гражданском кодексе Российской Федерации, Законе о рынке ценных бумаг (Глава 5) [581], Законе об акционерных обществах, Законе об обществах с ограниченной ответственностью и в подзаконных нормативных актах, среди которых особое значение имеют следующие документы:

1. Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 25 января 2007 года № 07-4/пз-н. *Стоит отметить, что Стандарты эмиссии следует рассматривать в качестве основного нормативно-правового акта подзаконного характера, детально регламентирующего отношения по осуществлению эмиссии.*

2. Инструкция Банка России от 10 марта 2006 года № 128-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации».

3. Приказ ФСФР РФ от 10 октября 2006 года № 06-117/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг».

4. Приказ ФСФР РФ от 10 июня 2009 года № 09–21/пз-н «Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации».

5. Приказ ФСФР РФ от 13 марта 2007 года № 07–23/пз-н «Об утверждении порядка присвоения государственных регистрационных номеров выпускам (дополнительным выпускам) эмиссионных ценных бумаг».

6. Распоряжение ФКЦВ от 1 апреля 2003 года № 03-606/р «О государственной регистрации Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг и ее региональными отделениями выпусков эмиссионных ценных бумаг».

7. Положение о порядке приостановления эмиссии и признания выпуска ценных бумаг несоетоявшимся или недействительным, утвержденное постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг 31 декабря 1997 года № 45.

Важную особенность правового регулирования эмиссии отмечает А. Ю. Синенко. В частности, он говорит, что эмиссия ценных бумаг относится к гражданско-правовой сфере, в связи с чем основные способы воздействия покоятся на *общих дозволениях*. Используя этот прием, эмитенты и инвесторы строят свои взаимоотношения на основах равенства и автономии воли. Однако особое значение и специфика эмиссионных ценных бумаг *предопределили уровень государственного регулирования правоотношений, в том числе с использованием достаточно большого массива запрещающих и обязывающих норм*[582].

> Долгое время законодательство различных государств не имело единого подхода к правовому регулированию процесса выпуска акций. Например, еще в XIX веке в США отсутствовали единые правила выпуска ценных бумаг. Эмиссия ценных бумаг регулировалась уставами самих компаний, хотя во многом эти правила были одинаковыми. В частности, специальные книги компаний (company's books) открывались для подписки с 1 мая по 1 сентября[583].

Как уже отмечалось выше, объектом эмиссии являются эмиссионные ценные бумаги. В следующем параграфе, прежде всего, будут проанализированы особенности процедуры эмиссии акций, как базовых ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке. В то же время будет рассмотрена специфика эмиссии и иных финансовых инструментов.

7.2. Процедура эмиссии

– Завтра начинаем рекламную кампанию. По всем каналам одновременно. По тридцать минут в день. А главное – я сегодня договорился насчет места, где мы будем продавать наши бумаги. В жизни не угадаешь.

– В Мавзолее, что ли? – не удержался Виктор.

– Почти. В Колонном зале Дома союзов. Нам его отдают на год.

Через неделю здание на проспекте Маркса опоясала очередь, какую Москва не видела со времен прощания с вождем и учителем. Место в очереди стоило пятьсот рублей. По всей России, как по мановению волшебной палочки, одновременно открылись пункты продажи ценных бумаг СНК. Из ничего возник колоссальный вторичный рынок. Брокерские конторы встрепенулись и ринулись зарабатывать деньги. Под залог крупных пакетов выдавались банковские кредиты. Котировка бумаг СНК прошла на всех биржах страны. В договорах на поставку разнообразных товаров, в разделе «Условия оплаты», валютный эквивалент стоимости контракта стал вытесняться словосочетанием «оплата производится ценными бумагами СНК по курсу на…»

Юлий Дубов «Большая пайка», 1999 год

В современной экономике результаты эмиссии зависят факторов и участников. Было бы ошибкой полагать, что выпуск ценных бумаг (в особенности, посредством публичного

размещения) может быть осуществлен усилиями только эмитента и инвестора. Само совершение сделки, то есть продажа эмитентом инвестору определенного числа ценных бумаг, является хоть и центральным, но не единственным элементом эмиссии. При этом на итоги эмиссии воздействует большое количество *различных групп участников:*

1) эмитент, члены его органов управления и иные должностные лица[584];

2) инвесторы (физические и юридические лица)[585];

3) федеральный орган исполнительной власти или уполномоченная организация[586], осуществляющие государственные регистрационные процедуры в отношении выпуска ценных бумаг[587];

4) организаторы торговли на финансовом рынке (биржа или торговая система)[588];

5) лица, осуществляющие вспомогательные функции в ходе эмиссии ценных бумаг, которые могут как обладать специальным статусом (профессиональные участники рынка ценных бумаг[589]), так и не иметь такового[590].

Прежде чем эмитент официально начнет процедуру эмиссии, требуется провести целый комплекс организационных мероприятий, направленных на ее подготовку. Иногда этот комплекс обозначают как *конструирование ценных бумаг.* В него можно включить проведение следующих маркетинговых, аналитических и организационных процедур:

1) маркетинговое исследование состояния финансового рынка, сегментирование рынка, изучение спроса на финансовые продукты и анализ интересов инвесторов;

2) определение ресурсных ограничений эмитента, связанных с выпуском новых ценных бумаг, анализ целевых потребностей эмитента в дополнительных финансовых ресурсах;

3) определение целей эмиссии (выпуск новых или модификация уже выпускаемых ценных бумаг) и предельных параметров планируемого выпуска (объем, доходность, уровень риска, перспективы роста курсовой стоимости);

4) анализ и предварительный выбор приемлемых видов ценных бумаг для планируемого выпуска, разработка черновых проектов по процедуре эмиссии;

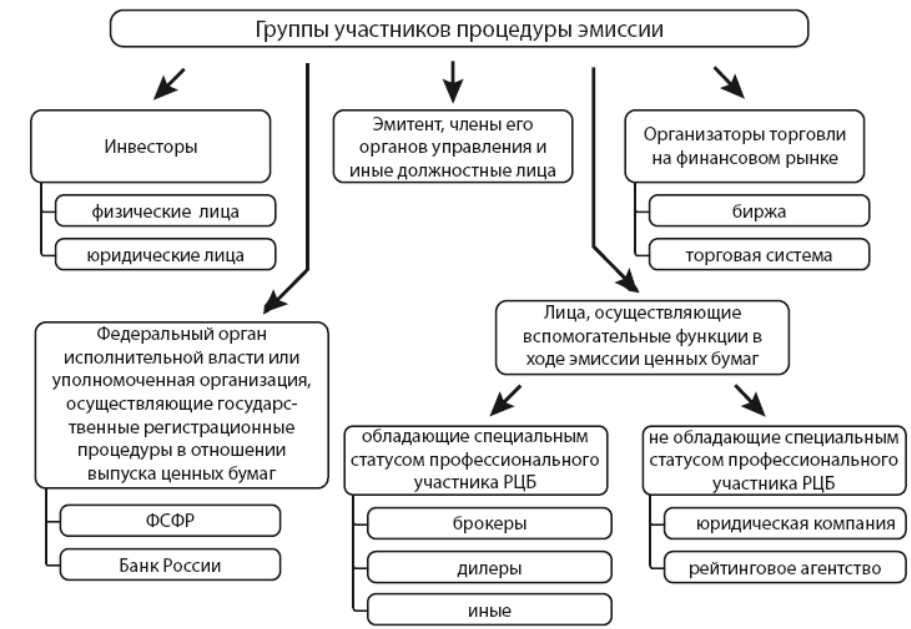
5) оценка затрат и финансовой нагрузки на эмитента при различных вариантах выбора вида ценных бумаг;

6) окончательный выбор конкретного вида ценных бумаг, предназначенного к выпуску в модификации, удовлетворяющей спросу эмитента и инвесторов по критериям уровня риска, доходности, ликвидности, финансовой нагрузки на эмитента и

его запросов к финансовым ресурсам, привлекаемым на основе фондового выпуска;

7) решение организационных вопросов, связанных с планируемой эмиссией[591].

После проведения указанных мероприятий можно приступать к принятию соответствующих управленческих решений. Для эмитента крайне важно заранее решить все вопросы, связанные с особенностью выпуска ценных бумаг, ведь изменение соответствующих параметров возможно только в рамках принятия решения определенного органа управления, а для этого требуется соблюдать все установленные законодательством сроки [592].



В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг (ст. **19) процедура эмиссии включает в себя следующие этапы:**

1) принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг;

2) утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;

3) государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) идентификационного номера;

4) размещение эмиссионных ценных бумаг;

5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или

представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска).

Следует обратить внимание на то, что во исполнение Стратегии развития финансового рынка до 2020 года[593] сами правила осуществления эмиссии были значительно изменены во многом в сторону снижения административных барьеров и упрощения процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг [594]. В то же время законодательство сохранило свою направленность на обеспечение должного уровня защиты прав инвесторов в процессе эмиссии ценных бумаг. При этом, как верно было замечено Луизой Галифер (Louise Gullifer) и Дженифер Пейн (Jennifer Payne): цель регулирования состоит не в том, чтобы предотвратить финансовые потери инвесторов от вложений в ценные бумаги, а в том, чтобы предоставить им возможность сделать информированный выбор: принять наиболее эффективные решения по вопросу инвестирования и, тем самым, попытаться противостоять возможным злонамеренным действиям эмитента[595].

В зависимости от объема регистрируемых документов и раскрываемой информации, а также от количества этапов, процедура эмиссии ценных бумаг может проходить в *общем, специальном и особом порядке.*

В общем порядке осуществляется эмиссия ценных бумаг без необходимости подготовки, а также регистрации проспекта ценных бумаг и включает в себя этапы, указанные в п. 1. ст. 19 Закона о рынке ценных бумаг.

Специальный порядок отличается необходимостью регистрации *проспекта ценных бумаг* (п. 1 ст. 22 Закона о рынке ценных бумаг).

В **особом порядке** отсутствуют отдельные этапы, характерные для общего и специального порядка, но существуют дополнительные, особые требования, установленные законом. Например, в ходе эмиссии биржевых облигаций не требуется государственная регистрация выпуска, регистрация проспекта, государственная регистрация отчета (представления эмитентом в регистрирующий орган уведомления) об итогах выпуска (или дополнительного выпуска) облигаций (ст. 27.5–2 Закона о рынке ценных бумаг). При этом эмиссия должна сопровождаться соблюдением дополнительных условий: например, для выпуска биржевых облигаций необходимы допуск к организованным торгам биржи, размещение посредством открытой подписки и т. д. Кроме этого, эмиссия акций кредитных организаций, депозитарных расписок и целого ряда иных случаев отличается наличием дополнительных требований к процедуре эмиссии.

Итак, *общий порядок* эмиссии ценных бумаг включает в себя следующие этапы:

1. Принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг.

В подавляющем большинстве случаев формально процедура эмиссии начинается с принятия решения о размещении эмиссионных ценных бумаг. Однако из этого правила есть и исключения. Например, в случае эмиссии российских депозитарных расписок[596]решение о размещении не принимается. В данном случае будет достаточно решения о выпуске РДР уполномоченным органом их эмитента – депозитария.

Интересна история появления этого этапа эмиссии, о которой рассказывает А. В. Габов[597]. В первой редакции Закона о рынке ценных бумагданный этап отсутствовал. Эмиссия начиналась с момента принятия решения о выпуске ценных бумаг. Ситуация изменилась с принятием первых Стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденных Постановлением ФКЦВ России от 17 сентября 1996 года № 19. Нормативный акт содержал определение решения о размещении ценных бумаг, в частности, под ним понималось одно из следующих решений: решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций, решение об увеличении уставного капитала путемувеличения номинальной стоимости акций и т. д.

Дело было в том, что одновременно действовал Закон об акционерных обществах, который предусматривал в ст. 28, что решение об увеличении уставного капитала принималось либо на общем собрании акционеров, либо советомдиректоров. Получалось, что сначала было необходимо принять такое решение, а уже его содержание являлось основанием для самого выпуска. Впоследствии эта проблема была решена на уровне закона: ст. 19 Закона о рынке ценных бумаг указывает, что «старт» эмиссии дает именно решение о размещении. Законодатель в данном случае пошел по пути объединения правил двух Законов и сделал оба решения обязательными в процедуре

эмиссии: и решения о размещении, и решения о выпуске.

Таким образом, получилась ситуация дублирования двух документов. Причем решение о выпуске в некоторых моментах стало просто лишним, от его наличия или отсутствия ситуация не меняется ровно никак, особенно в случае с акциями: права и так прописаны в уставе, а параметры будущего выпуска ценных бумаг указываются и в решении о размещении. Интересно и то, что в настоящее время сложилась принципиально иная ситуация. Теперь Закон о рынке ценных бумаг содержит категорию «решение о размещении», которой не оперирует Закон об акционерных обществах. Получается, что решение о размещении акций не может быть принято общим собранием акционеров, поскольку этот орган может рассматривать вопросы, лишь прямо отнесенные к его компетенции законодательством[598].

Если рассматривать *акции,* то в зависимости от выбранного способа размещения этих ценных бумаг возможны *различные варианты решений,* которые должен принять уполномоченный орган управления эмитента. Перечислим некоторые из них, согласно Стандартам эмиссии:

1) *решение об учреждении акционерного общества* (размещение акций при учреждении);

2) *решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций и последующего распределения их среди акционеров;*

3) *решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем увеличения номинальной стоимости акций* (размещение акций путем конвертации в акции той же категории или типа с большей номинальной стоимостью);

4) *решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций* (путем подписки).

Чаще всего акционерные общества размещают акции либо в процессе учреждения, либо посредством размещения дополнительных акций.

Решение о размещении должно содержать *общие сведения об эмиссии ценных бумаг.* Например, решение об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций должно определить следующие основные моменты:

– количество размещаемых дополнительных обыкновенных акций и привилегированных акций каждого типа в пределах

количества объявленных акций этой категории (типа);

– способ размещения дополнительных акций – открытая или закрытая подписка;

– цена размещения дополнительных акций или порядок ее определения, а также форма оплаты размещаемых дополнительных акций;

– иные условия размещения дополнительных акций, включая срок размещения дополнительных акций или порядок его определения, порядок и срок оплаты размещаемых дополнительных акций, порядок заключения договоров в ходе размещения дополнительных акций[599].

В качестве **примера** можно привести решение о размещении, принятое в ходе эмиссии акций ОАО «Нефтяная компания „Роснефть“». Среди прочих вопросов акционеры компании на общем собрании, состоявшемся 7 июня 2006 года, приняли следующее решение[600].

Увеличить уставный капитал ОАО «Нефтяная компания „Роснефть“» путем размещения дополнительных обыкновенных именных бездокументарных акций ОАО «Нефтяная компания „Роснефть“» (далее – Акции) на следующих условиях:

1) количество размещаемых Акций – 400 000 000 (четыреста миллионов) штук;

2) номинальная стоимость каждой Акции – 1 (одна) копейка;

3) способ размещения Акций – закрытая подписка;

4) круг лиц, среди которых предполагается осуществить размещение Акций: J. P Morgan; Europe Limited и/или ОАО «Роснефтегаз»;

5) порядок определения цены размещения Акций: цена размещения Акций (в том числе цена размещения Акций лицам, имеющим преимущественное право приобретения Акций, в случае возникновения указанного права) определяется Советом директоров ОАО «Нефтяная компания „Роснефть“» в период с даты государственной регистрации дополнительного выпуска Акций и до начала размещения Акций;

6) форма оплаты размещаемых Акций – денежными средствами в безналичном порядке в валюте Российской Федерации, а также в иностранной валюте, если оплата Акций в иностранной валюте допускается действующими на момент оплаты нормативными актами.

Применительно к эмиссии акций органом, принимающим решение о размещении, в первую очередь, выступает *общее собрание акционеров.* В ряде случаев аналогичными полномочиями может обладать *совет директоров* [601].

В случае эмиссии иных ценных бумаг ситуация с уполномоченным органом не так однозначна. В частности, исходя из толкования полномочий руководителя унитарного предприятия[602], именно этот орган вправе принять решение о размещении. В то же время необходимо учитывать, что принятие данного решения в обязательном порядке должно сопровождаться получением согласования объема и направления использования привлекаемых средств в рамках эмиссии облигаций[603] от собственника имущества унитарного предприятия. Порядок получения упомянутого согласования на федеральном уровне детально не регламентирован. Аналогичная ситуация складывается и на региональном уровне, хотя в некоторых субъектах РФ имеются нормативные акты, в которых указывается на возможность получения таких согласований[604]. Таким образом, особенности согласования решения о размещении, его содержание и прочие важные моменты для процедуры эмиссии в унитарных предприятиях на законодательном уровне не определены.

Если обратиться к государственным корпорациям, то здесь отсутствует упоминание об органе, принимающем решение о размещении. Только исходя из анализа соответствующей нормы закона, можно сделать вывод, что таким органом является наблюдательный совет[605]. На этом фоне выгодно отличаются положения Закона о государственной компании «Автодор». Здесь принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг четко отнесено к компетенции наблюдательного совета[606].

2. Утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг.

В законодательстве *решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг* определяется как документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой[607]. Исходя из определения, можно сделать вывод о том, что *основной целью* составления и последующего утверждения данного решения является *фиксация прав, принадлежащих владельцам размещаемых ценных бумаг.*

Действующее законодательство содержит довольно обширный перечень сведений, которые должны входить в решение о выпуске[608]. При этом четко определен орган управления, который закрепляет данное решение. Например, в хозяйственных обществах это совет директоров (наблюдательный

совет)[609]. Если этот орган в акционерном обществе отсутствует, то его полномочия могут перейти к общему собранию акционеров[610].

Важная особенность: решение о выпуске ценных бумаг должно быть утверждено *не позднее шести месяцев с момента принятая решения об их размещении*[611]. Этот срок установлен Стандартами эмиссии (п. 2.3.3.). Очевидно, такой подход обусловлен опасением, что по прошествии полугодового периода многие параметры эмиссии потеряют свою актуальность (например, цена размещения).

В аспекте рассматриваемой проблемы весьма интересен вопрос, поднятый А. Ю. Синенко. Если допустить, что решение о выпуске – это документ, удостоверяющий права, закрепленные ценной бумагой, то в связи с этим возникает еще один важный и интересный теоретический вопрос: может ли решение о выпуске рассматриваться как самостоятельный, специфический вид ценной бумаги?

Действительно, согласно статье 142 ГК РФ, ценной бумагой является документ, удостоверяющий имущественные права. Решение о выпуске в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг также является документом, удостоверяющим совокупность прав по эмиссионным ценным бумагам. Несмотря на формальное совпадение указанных определений, ответ на этот вопрос должен быть отрицательным. Решение о выпуске не может являться ценной бумагой (объектом гражданских прав), поскольку лишено остальных конституирующих признаков ценной бумаги, например, репрезентативности. Права, удостоверенные эмиссионными ценными бумагами, могут осуществляться или передаваться без предъявления решения о выпуске. Это еще раз наглядно подтверждает вывод о только лишь объективирующем значении решения о выпуске.

Вместе с тем необходимо признать, что решение о выпуске бездокументарных ценных бумаг является объективной формой фиксации прав, удостоверяемых такими ценными бумагами. Отсутствие вещественной, телесной оболочки бездокументарных ценных бумаг предопределило такой выбор законодателя. Л. Р. Юлдашбаева фактически соглашается с этим, подчеркивая, что решение о выпуске ценных бумаг

связывает в единый комплекс все права, удостоверенные бездокументарной ценной бумагой[612]. Одновременно с этим решение о выпуске выполняет доказательственную функцию в отношении объема прав, удостоверенных бездокументарной ценной бумагой [613].

Также решение о выпуске должно быть скреплено печатью и подписано лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа эмитента, с указанием даты подписания[614]. Передача эмитентом права подписания решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг *иным лицам, в том числе на основании доверенности,* ***не допускается.***

3. Государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску идентификационного номера.

Данный этап эмиссии крайне важен как для самого эмитента (от уполномоченного государственного органа зависит, будет ли осуществлено размещение ценных бумаг или нет), так и для инвесторов (насколько тщательно была произведена проверка документации эмитента).

В то же время в отдельных случаях, связанных, прежде всего, с особыми видами ценных бумаг[615], государственная регистрация их выпуска не требуется:

– облигации Банка России[616];

– биржевые облигации[617];

– российские депозитарные расписки (только в случаях соблюдения условий, указанных в п. 5.1. ст. 27.5–2 Закона о рынке ценных бумаг).

Регистрирующими органами, согласно действующему законодательству, выступают **ФСФР и Банк России** (применительно к эмиссии ценных бумаг кредитными организациями)[618].

В случае *специального порядка эмиссии* государственная регистрация выпуска сопровождается государственной регистрацией *проспекта ценных бумаг.*

В законодательстве США цель проспекта ценных бумаг – рассказать потенциальному покупателю то, что должен знать инвестор до покупки ценных бумаг для принятия решения. В тоже время американские исследователи отмечают, что эту цель довольно сложно достичь. Во-первых, эмитенту может быть невыгодно излагать действительную обстановку дел в компании. Во-вторых, имеются сложности в изложении финансовых

и экономических аспектов простым доступным языком. Кстати, именно поэтому SEC инициировала принятие поправок в действующую нормативную базу, установив для отдельных разделов проспектов принцип «простого английского языка» («plain English»). В результате было установлено обязательное использование коротких предложений, не содержащих специфических предпринимательских и юридических терминов[619]. Упомянутый принцип распространяется на обложку проспекта, выводы и разделы, описывающие риски. При составлении указанных частей проспекта должны использоваться следующие шесть принципов[620]:

1) короткие предложения;

2) определенный, конкретный, повседневный язык;

3) действительный залог (active voice)[621];

4) табличная презентация или использование маркировки перечня комплексной информации там, где это возможно;

5) запрет на использование профессионализмов из деловой и юридической лексики, а также узкоспециальных терминов;

6) запрет на использование нескольких отрицаний в рамках одного предложения[622].

Выпуск ценных бумаг сопровождается государственной регистрацией проспекта в *обязательном ши добровольном порядке.* В связи с произошедшими преобразованиями Закона о рынке ценных бумаг[623], изменился и подход к определению обязательных случаев регистрации проспекта. В прежней редакции закона были просто указаны отмеченные случаи. В частности к ним относились:

1) размещения ценных бумаг путем открытой подписки;

2) размещения ценных бумаг путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500, включая лиц, имеющих преимущественное право приобретения размещаемых ценных бумаг.

Теперь же использован иной подход. По умолчанию в ходе эмиссии *всегда составляется проспект,* однако из этого правила сделано *несколько исключений*[624]:

1) размещение проводится для квалифицированных инвесторов[625];

2) размещение для акционеров акций или ценных бумаг, конвертируемых в акции[626];

3) ценные бумаги предлагаются лицам, чисто которых не

превышает 150 человек[627];

4) размещение ценных бумаг проводится путем закрытой подписки[628];

5) сумма привлекаемых эмитентом денежных средств путем размещения эмиссионных ценных бумаг одного или нескольких выпусков в течение одного года не превышает 200 миллионов рублей;

6) сумма привлекаемых эмитентом (кредитной организацией) денежных средств путем размещения облигаций одного или нескольких выпусков в течение одного года не превышает четыре миллиарда рублей;

7) сумма денежных средств, вносимая в оплату ценных бумаг каждым из потенциальных приобретателей, составляет не менее четырех миллионов рублей[629].

Проспект ценных бумаг может содержать две части: **основную и дополнительную**[630]**.** При этом основная часть содержит информацию об эмитенте, в ней может не упоминаться о планируемых к выпуску ценных бумагах. Соответственно она может быть зарегистрирована отдельно от выпуска и второй части проспекта (в течение 30 дней). Регистрация дополнительной части проспекта осуществляется в течение 20 дней вместе с выпуском ценных бумаг и должна состояться не позднее одного года с момента регистрации основной части. Очевидно, что разделение проспекта на две части позволяет компаниям лучше подготовиться к процессу публичного размещения ценных бумаг, заранее объявить о своих намерениях и в то же время выбрать удобное с точки зрения привлечения инвестиций время для самого размещения.

Что касается *содержания проспекта ценных бумаг,* то оно должно включать довольно подробную информацию об эмитенте. Как отмечено в законодательстве, «информация должна отражать *все обстоятельства, которые могут оказать существенное влияние на принятие решения о приобретении эмиссионных ценных бумаг»*[631].

Для участников фондового рынка ключевыми факторами рассматриваемого процесса являются его сроки, а также возможность минимизировать вероятность получения отказа в государственной регистрации выпуска ценных бумаг. В настоящее время срок государственной регистрации сокращен и составляет в обычном порядке – *20 дней,* в случае наличия проспекта ценных бумаг – *30 дней*[632].

Кроме этого, в законодательстве появилась новелла, посвященная предварительной оценке правильности составления документов эмитентом[633]. Это позволяет в ходе эмиссии,

сопровождаемой регистрацией проспекта, подать в регистрирующий орган проекты документов для выявления в них ошибок и недочетов.

Процесс утверждения проспекта ценных бумаг в целом аналогичен утверждению решения о выпуске и, как правило, осуществляется советом директоров эмитента. Помимо этого, в целях подтверждения полноты и правильности информации, содержащейся в проспекте, он подписывается лицом, осуществляющим функции ЕИО и главным бухгатгером. Также к подписанию может быть привлечен финансовый консультант, аудитор и оценщик[634].

Процедура государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг характеризуется *разрешительным типом правового регулирования.* Решение, принятое регистрирующим органом по заявлению эмитента, может быть как положительным, так и отрицательным. Целесообразно рассмотреть основания для **отказа** в государственной регистрации[635]:

1) нарушение эмитентом требований законодательства РФ о ценных бумагах, в том числе наличие в представленных документах сведений, позволяющих сделать вывод о противоречии условий эмиссии и обращения эмиссионных ценных бумаг законодательству РФ и о несоответствии условий выпуска законодательству РФ о ценных бумагах;

2) несоответствие документов, представленных для государственной регистрации, и состава содержащихся в них сведений требованиям Закона о РЦВ и нормативно-правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

3) непредставление в течение 30 дней по запросу регистрирующего органа всех документов, необходимых для государственной регистрации;

4) несоответствие установленным требованиям финансового консультанта, подписавшего проспект ценных бумаг;

5) внесение в проспект ценных бумаг или решение о выпуске ценных бумаг и т. п.ложных сведений либо сведений, не соответствующих действительности (недостоверных сведений).

Решение об отказе в государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг и проспекта ценных бумаг может быть обжаловано в судебном порядке.

В соответствии с п. 2 ст. 24 Закона о рынке ценных бумаг размещение эмиссионных ценных бумаг до государственной регистрации их выпуска запрещено. Следовательно, сделки купли-продажи акций (в порядке их размещения), совершенные

до государственной регистрации их выпуска, являются ничтожными по причине противоречия требованиям законодательства. Такой вывод подтверждается и материалами судебной практики[636].

По окончании процедуры государственной регистрации выпуск ценных бумаг получает и н д ив иду ал ь н ы й регистрационный номер, обязательный к упоминанию при совершении любых рыночных операций с ними.

Еще не так давно отечественные регулирующие органы были вынуждены решать проблему отсутствия государственной регистрации выпусков ценных бумагу довольно большого количества российских компаний[637]. В связи со спецификой ведения предпринимательской деятельности в России в 1990-е годы, многие акционерные общества не прошли процедуру государственной регистрации выпусков своих акций. И это, несмотря на то, что в первой половине 90-х годов действовало Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утвержденное Постановлением Правительства РСФСР 28 декабря 1991 года № 78. Именно оно специально предусматривало, что к выпуску и обращению на территории нашего государства допускаются только те ценные бумаги, которые прошли государственную регистрацию.

Неисполнение указанного требования каралось пунктом 8 данного Положения, согласно которому выпуск ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию в Министерстве экономики и финансов РСФСР, является незаконным и влечет за собой изъятие их у владельцев, изъятие выручки от продажи этих ценных бумаг у эмитента и ее возвращение покупателям акций, а также другие санкции, предусмотренные законодательством РСФСР,

Вот что вспоминал об особенностях обращения акций на фондовом рынке в 1991–1992 годах активный участник тех событий Максим Калинин: «В финансовом результате компании была и моя заслуга, так как я вовремя сказал, что долго все это не продержится. Мы ведь торговали в основном акциями многочисленных бирж. **Эти акции нигде не регистрировались.** Помню, как благодаря знакомству нашего директора > с хозяином Всероссийской биржи недвижимости <…>,

мы получали пачки акций этой биржи и продавали их»[638].

К началу XXI века в обороте все еще находились выпуски акций, не прошедшие государственную регистрацию. Для решения проблемы в 2003 году был принят Федеральный закон от 10 декабря 2003 года № 174-ФЗ «О государственной регистрации выпусков акций, размещенных до вступления в силу Федерального закона „О рынке ценных бумаг“ без государственной регистрации». Основным результатом этого нормативного акта стали следующие требования:

1) выпуски акций, размещенные до вступления в силу Закона о рынке ценных бумаг без государственной регистрации, должны пройти регистрационную процедуру;

2) соответствующее отделение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг не вправе отказать в регистрации акционерному обществу на том основании, что оно вовремя не зарегистрировало свои акции;

3) если государственная регистрация выпуска акций произведена в соответствии с рассматриваемым законом, то их владельцами считаются лица, которым ценные бумаги принадлежат на момент такой государственной регистрации, при этом сделки, на основании которых были приобретены ценные бумаги, не могут быть признаны недействительными;

4) если к концу 2004 года акционерные общества, в свое время не осуществившие процедуру государственной регистрации, не обратятся с соответствующим заявлением в ФКЦБ, они будут ликвидированы на основании исков налоговых органов.

4. Размещение эмиссионных ценных бумаг.

Именно от данного этапа зависит, насколько успешно прошла эмиссия ценных бумаг, в особенности, это справедливо для публичного размещения, когда по его результатам становится ясно, удалось ли эмитенту достичь поставленной цели. В этой связи справедливо высказывание Д. В. Ломакина о том, что размещение – это не только один из этапов эмиссии, но и ее цель, поскольку именно благодаря процессу эмиссии в гражданский оборот вводятся новые объекты прав – ценные бумаги[639].

Действующее законодательство определяет **размещение ценных бумаг** как отчуждение эмиссионных ценных бумаг первым владельцам путем заключения гражданско-правовых

сделок [640]. Законодатель исходит из того, что в ходе размещения ценные бумаги отчуждаются эмитентом и приобретаются в собственность первыми владельцами – инвесторами. Именно с размещения начинается процесс обращения ценных бумаг.

> В юридической литературе существует следующее, более развернутое определение рассматриваемого этапа процедуры эмиссии: «Размещение эмиссионных ценных бумаг – совокупность гражданско-правовых сделок, совершение и исполнение которых влечет возникновение права собственности (иных вещных прав) на эмиссионные ценные бумаги у первых приобретателей»[641].
>
> Рассматривая размещение в качестве одного из этапов процедуры эмиссии, Г. Н. Шевченко отмечает, что «отчуждение является производным способом приобретения права собственности, поэтому, следуя логике законодателя, эмитента следует признать первым собственником ценных бумаг. Однако это не так, поскольку на момент размещения ценных бумаг их в полном смысле этого слова еще нет, так как они не воплощают в себе прав, управомоченное и обязанное лицо совпадают в одном лице – эмитенте. Традиционно отмечают двойственную природу ценных бумаг, различая права на ценную бумагу и права, вытекающие из ценной бумаги. Более того, даже принимая решение о выпуске ценных бумаг, эмитент и не преследует цели иметь эти права, его целью является получение денежного или иного эквивалента в обмен на права, содержащиеся в данной бумаге. В процессе размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент производит отчуждение их первым приобретателям, которые и становятся управомоченными по ценной бумаге лицами, обладая уже одновременно и правами на ценные бумаги, и правами, вытекающими из ценной бумаги»[642].

В Законе о РЦБ детально не рассматриваются конкретные особенности и способы размещения ценных бумаг. Подробное описание способов содержится лишь в статье 39 Закона об акционерных обществах. Согласно ей, можно выделить такие способы, как *подписка (открытая и закрытая), конвертация и распределение акций среди акционеров.*

> Интересны истоки употребления термина «подписка», о которых пишет А. А. Глушецкий. В

частности, по словам исследователя, разное время и в разных национальных правопорядках означал различные явления. Изначально этот термин обозначал действия, которые предшествовали размещению ценных бумаг. Уполномоченное лицо эмитента делало объявление о предстоящем размещении. В ответ на это объявление потенциальные инвесторы в установленной форме могли уведомить общество о своем намерении приобрести акции, то есть подписаться на них. Подписка была сбором и оформлением заявок на приобретение ценных бумаг, которые размещались в ближайшем будущем. Функция подписки состояла в том, чтобы создать гарантию того, что эмитируемые ценные бумаги будут размещены [643].

Исходя из анализа законодательства, А. В. Габов определяет *способ размещения эмиссионных ценных бумаг* как совокупность действий, осуществляемых эмитентом, субъектами учетной системы (регистратором (в некоторых случаях – регистраторами) и номинальными держателями – депозитариями), инвесторами (в некоторых случаях), направленных на предоставление эмитентом в собственность инвесторов размещаемых эмиссионных ценных бумаг[644].

Применительно к акциям основными способами размещения является *закрытая и открытая подписка.*

При **закрытой подписке** размещение происходит среди заранее известного круга лиц, который определяется в решении о выпуске.

Этот круг лиц определяется путем перечисления имен (наименований) потенциальных приобретателей, путем указания на их категорию (работники эмитента, контрагенты, акционеры, владеющие определенным числом акций).

При **открытой подписке** ценные бумаги размещаются среди неограниченного круга лиц.

Законодатель в ст. 24 Закона о рынке ценных бумаг установил обязательные требования – *условия размещения* выпущенных эмиссионных ценных бумаг:

1) эмитент имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска;

2) количество размещаемых эмиссионных ценных бумаг не должно превышать количества, указанного в решении о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;

3) запрещается начинать размещение путем подписки

эмиссионных ценных бумаг выпуска, государственная регистрация которого сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, ранее даты, с которой эмитент предоставляет доступ к упомянутому проспекту;

4) в случае размещения эмиссионных ценных бумаг путем подписки срок размещения не может составлять более одного года с даты государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг, при этом данный срок может быть продлен путем внесения соответствующих изменений в решение о выпуске;

5) для размещения эмиссионных ценных бумаг путем подписки необходимо соблюдение условия их полной оплаты[645].

Особенности размещения ценных бумаг при использовании того или иного способа (пути) размещения закреплены в Стандартах эмиссии.

Следует обратить внимание на такое нововведение Закона о рынке ценных бумаг, как предоставление эмитенту *права отказаться от размещения (ст. 24.2)*. Это возможно в промежутке между государственной регистрацией выпуска и непосредственным началом размещения. В этом случае эмитент обязан предоставить в регистрирующий орган заявление и отчет об итогах выпуска, содержащий информацию, что ни одна эмиссионная ценная бумага выпуска не размещена.

При размещении ценных бумаг на фондовом рынке большую роль играет *андеррайтинг* – одно из направлений брокерской деятельности, которое подразумевает гарантированное размещение ценных бумаг от имени эмитента или от имени профессионального участника, но за счет и по поручению эмитента[646].

По мнению Н. Г. Удальцовой, применительно к эмиссии акций различают андеррайтинг в английском смысле (in the English sense) как гарантию выкупа неразмещенных акций и андеррайтинг в американском смысле (in the US sense) как способ размещения через синдикат посредников [647].

По словам Е. Хоменко, в связи с тем, что на первичном рынке ценных бумаг основной операцией является размещение эмитентом нового выпуска своих ценных бумаг, то зачастую эмитент, не имея возможности, да и не желая прилагать усилия для продажи максимально возможного количества ценных бумаг, прибегает к услугам посредника – профессионального участника фондового рынка, который на основании эмиссионного соглашения осуществляет покупку эмиссионных ценных бумаг у эмитента при их размещении и последующую перепродажу их инвесторам. Обычно именно брокеры выполняют функцию андеррайтера[648]. Андеррайтер может также предоставлять

контакты крупных институциональных инвесторов, которые могут проявить интерес к выпуску ценных бумаг. Учитывая большие объемы эмиссии, а также разноплановые задачи, стоящие перед андеррайтерами, как правило, эмитент пользуется услугами сразу нескольких подобных организаций. Например, в числе андеррайтеров UC Rusal[649] во время размещения на Гонконгской фондовой бирже были такие компании, как BofA-Merrill Lynch, BOC International, Nomura, «Ренессанс Капитал», Сбербанк и «ВТБ Капитал»[650].

В процессе размещения необходимо учитывать требования корпоративного законодательства, в частности, положений о сделках, в совершении которых имеется заинтересованность. В этой связи показателен следующий пример из практики[651]. Суд обратил внимание на то, что требования Закона об акционерных обществах к порядку заключения сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, *распространяются и на случаи, когда сделка совершается поверенным от имени и за счет доверителя.*

Акционерное общество произвело размещение дополнительных акций при участии *посредника (андеррайтера)*. Акции в количестве, превышающем 2 % ранее размещенных эмитентом голосующих акций, были приобретены по договору купли-продажи хозяйственным обществом, генеральным директором которого являлось лицо, занимающее должность в органах управления эмитента.

Акционер эмитента обратился в арбитражный суд с иском о признании недействительным заключенного договора купли-продажи акций в связи с нарушением заинтересованным лицом требований, установленных п. 3 ст. 83 Закона об АО.

Ответчики: эмитент, андеррайтер и покупатель – иск не признали, указав, что эмитент не являлся стороной в сделке купли-продажи акций, заключенной между андеррайтером и покупателем.

Как следовало из материалов дела, андеррайтер при заключении договора купли-продажи действовал от имени и за счет эмитента. Следовательно, эмитент является продавцом (стороной) в оспариваемом договоре. При совершении такой сделки должны соблюдаться положения Закона об акционерных обществах, установленные для сделок, в совершении

которых имеется заинтересованность. В результате *суд правомерно признал сделку недействительной.*

В практике развитых стран существует *несколько разновидностей размещения ценных бумаг*[652]:

1) firm commitment offering (предложение, основанное на принципе твердых обязательств): эмитент продает ценные бумаги андеррайтерам с дисконтом, которые затем продают их инвесторам;

2) best efforts offering (предложение, основанное на принципе лучших усилий): андеррайтер выступает как агент эмитента, работая за комиссию с каждой сделки по продаже ценных бумаг;

3) all-or-nothing best efforts offering (предложение, основанное на принципе лучших усилий и на подходе все-или-ничего): денежные средства инвесторов возвращаются им, если эмитент не смог продать заранее установленное количество акций за определенное время;

4) rights offering (предложение прав): эмитент продает ценные бумаги напрямую текущим акционерам, при этом акционеры могут быть наделены правами покупки дополнительных акций от компаний по цене с дисконтом;

5) dutch auctions (голландский аукцион): данный способ нетипичен для фондовых рынков. В частности, его немного модифицированную версию[653] использовала компания Google при своем размещении в 2004 году[654]. Суть данной разновидности размещения состоит в том, что эмитент объявляет максимальное количество предлагаемых к продаже акций и иногда потенциальную цену за них. Затем инвесторы делают заявки на количество и цену за одну акцию. Когда определяется минимальная цена, инвесторы, которые сделали заявку приблизительно по такой же цене, наделяются акциями. Если заявок больше, чем размещаемых акций, последние распределяются, например, исходя из пропорционального принципа.

Как уже отмечалось, в настоящее время отечественные компании все чаще осуществляют размещение ценных бумаг (например, посредством депозитарных расписок) за рубежом. Однако *размещение российскими эмитентами ценных бумаг за пределами России* ***возможно только по разрешению ФСФР***[655]. Причем это правило распространяется и на случаи размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов.

Процедура получения разрешения ФСФР довольно подробно

описана в Положении о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации[656]. Максимальное количество акций (либо удостоверяющих их иностранных ценных бумаг), размещение которых планируется вне России, должно составлять 25 % от общего количества акций российского эмитента той же категории. Однако это правило действует, только если акции российского эмитента включены в котировальный список «А» (первого или второго уровня) биржи[657].

Известны случаи[658] попыток обхода императивных требований закона о получении разрешения ФСФР на размещение ценных бумаг за рубежом. Например, в 2005 году состоялось IPO компании Pyaterochka Holding N.V., в собственности которой находились шесть компаний, владеющих основным имуществом российского ритейлера «Пятерочки»: «Агроаспект», «Агроторг», «Агро-Стар», «Агро-Авто», «Ремтранс-Авто» и «Цейзер». В ходе IPO на Лондонской фондовой бирже в начале мая компания продала около 30 % акций за $598 млн. Организаторами размещения выступили Credit Suisse First Boston и Morgan Stanley.

По данному факту был выпущен специальный пресс-релиз ФСФР. В нем было отмечено, что «предложения инвесторам на иностранных биржах акций иностранных холдинговых компаний, основным активом которых являются акции или доли в обществах с ограниченной ответственностью, находящихся в России, представляют собой одну из форм обхода упомянутых выше норм российского законодательства». В связи с этим ФСФР предупредила иностранные инвестбанки о своем негативном отношении к такой практике.

5. Государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска).

На данном этапе происходит своеобразная фиксация государственным органом итогов эмиссии. По общему правилу эмитент обязан представить в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг[659]. В отчете содержится следующая важная информация:

1) дата начала и окончания размещения ценных бумаг;

2) фактическая цена (цены) размещения ценных бумаг;

3) количество размещенных ценных бумаг;

4) доля размещенных и неразмещенных ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);

5) общая стоимость имущества, внесенного в оплату за размещенные ценные бумаги;

6) сделки признаваемые законодательством крупными, и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность и которые заключены в процессе размещения ценных бумаг.

Регистрирующий орган в течение двух недель рассматривает предоставленный отчет и, если нет нарушений, регистрирует его. Факт государственной регистрации отчета, по сути, означает признание государством процедуры эмиссии ценных бумаг законной. Если в ходе эмиссии эмитентом были нарушены требования законодательства, регистрирующий орган вправе отказать в регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг.

Исходя из имеющейся практики, мы делаем вывод о том, что на стадии государственной регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг у эмитентов обычно не возникает сложностей с государственными органами. Однако иногда происходят исключения. В особенности, если произошедшая эмиссия не вписывается в привычные рамки. Целесообразно рассмотреть Постановление ФАС Московского округа от 20 октября 2008 года № КГ-А40/9626-08 по делу № А40-11055/08-146-155 [660].

Судом было установлено, что 10 января 2006 года на общем собрании акционеров ОАО «В» было принято решение об увеличении уставного капитала Общества путем размещения посредством закрытой подписки следующих дополнительных акций: 89 928 обыкновенных именных акций номинальной стоимостью 1 рубль каждая[661] и 140 000 привилегированных именных акций номинальной стоимостью 0,02 рубля каждая.

Впоследствии выпуск привилегированных акций был зарегистрирован РО ФСФР России в ЦФО.

В порядке и в сроки, установленные зарегистрированным Решением о выпуске ценных бумаг, ОАО «В» заключило договор купли-продажи на 140 000 штук привилегированных акций, размещаемых по закрытой подписке. Впоследствии регистратор сделал

соответствующую приходную запись в реестр о зачислении размещаемых ценных бумаг на лицевой счет их первого владельца 30 июня 2006 года. Таким образом, размещение выпуска привилегированных акций ОАО «В» было завершено.

Однако приказом ФСФР России от в февраля 2007 года заявителю было отказано в государственной регистрации Отчета: указанный выпуск был признан несостоявшимся, его государственная регистрация была аннулирована.

Впоследствии эмитент обжаловал указанный приказ, несмотря на положительное судебное решение, ФСФР 12 февраля 2008 года вновь отказалась зарегистрировать отчет.

В чем же была причина нежелания регистрирующего органа завершить процедуру эмиссии? Дело в том, что ФСФР сделала вывод о наличии противоречия эмиссии требованиям статей 2 и 25 Закона об акционерных обществах, которые были выражены в нарушении основополагающего принципа акционерного общества, согласно которому объем прав акционера зависит от его имущественного вклада.

Регистрирующий орган пришел к выводу, что в результате размещения эмитентом привилегированных акций по цене 0,2 рубля (это в пять раз меньше номинальной стоимости ранее размещенных эмитентом обыкновенных акций) их приобретатель без предоставления эмитенту вклада, равного вкладу в уставный капитал, который был предоставлен эмитенту владельцами ранее размещенных обыкновенных акций, может получить в случаях, предусмотренных пунктами 4 и 5 статьи 32 Закона об акционерных обществах, объем прав, равный объему прав, предоставляемых владельцам ранее размещенных обыкновенных акций эмитента[662].

Однако судебная инстанция вновь отказалась встать на сторону регистрирующего органа.

Суды пришли к выводу о несостоятельности довода ФСФР России о том, что при приобретении гражданином О. 140 000 штук привилегированных акций по цене размещения 0,2 рубля в случае, указанном в п. 5 ст. 32 Закона об акционерных обществах, ему предоставляется объем прав значительно больший по сравнению с другими акционерами при внесении меньшей доли в уставный капитал акционерного общества.

Суды отметили, что условия эмиссии акций, в том числе и конкретное лицо, приобретающее указанные акции, согласованы и приняты акционерами Общества. Во внеочередном общем собрании акционеров ОАО «В» приняли участие акционеры и их представители, обладающие в совокупности 7464 голосами, что составляет 66,3998 % от общего числа голосующих акций Общества.

Акционеры же, не принимавшие участие в собрании, не лишены возможности защиты своих прав иными предусмотренными Законом об акционерных обществах способами.

П. 1 ст. 102 Гражданского кодекса Российской Федерации и п. 2 ст. 25 Закона об акционерных обществах устанавливают, что номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 % от уставного капитала общества. Общие требования к определению цены размещения акций установлены в ст. 36 и 77 Закона об акционерных обществах, согласно которым оплата, в том числе и дополнительных акций общества, размещаемых посредством подписки, осуществляется по цене, определяемой советом директоров Общества в соответствии со ст. 77 указанного Закона, но не ниже их номинальной стоимости (абз. 2 п. 1 ст. 36 Закона об акционерных обществах).

Приведенные ограничения при принятии решения внеочередного общего собрания акционеров заявителя 10 января 2006 года соблюдены. В силу п. 2 ст. 77 и п. 1 ст. 75 Закона об акционерных обществах обязанность по проведению независимой оценки для определения цены размещения акций в рассматриваемом случае отсутствует.

Довод ФСФР, что сумма, полученная Обществом от выпуска 140 000 привилегированных акций, составляет всего 28 000 рублей и не может быть расценена как дополнительные инвестиции, поскольку не оказывает влияние на экономику Общества и его предпринимательскую деятельность, правомерно не принят судами, поскольку объемы инвестиций и выкупная цена акций устанавливаются по усмотрению эмитента и его органами управления с учетом нормативно предусмотренных ограничений, оценка целесообразности принятия таких решений не входит в

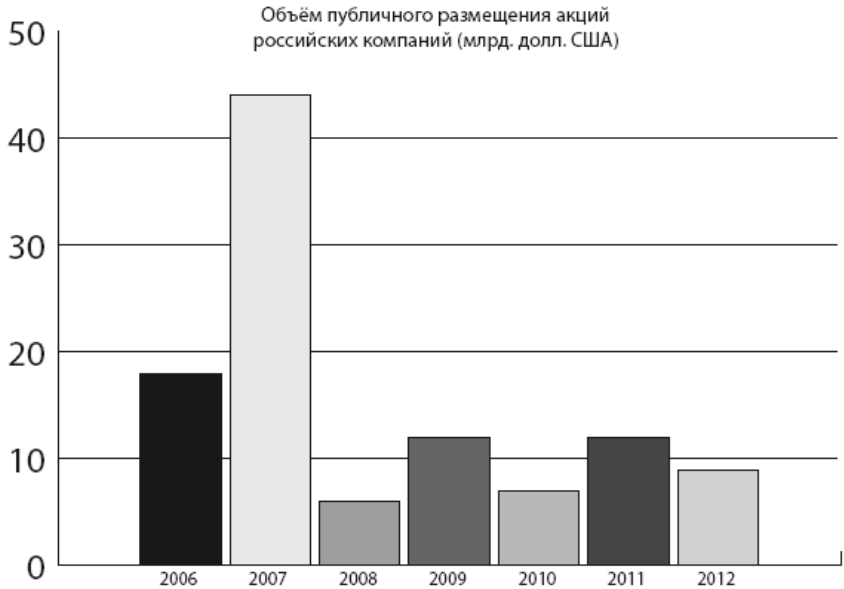
компетенцию ФСФР России.

Долгое время в российском законодательстве действовал запрет на совершение сделок с ценными бумагами до государственной регистрации их отчета[663]. Очевидно, что, принимая данную норму, законодатель руководствовался благой целью – обезопасить участников рынка от возможных рисков, связанных с отказом государственного органа зарегистрировать отчет. Однако на практике это привело совершенно к иным последствиям. Дело в том, что, как отмечает А. В. Мальков, данное ограничение ущемляло интересы как продавца, так и покупателя ценных бумаг. Именно поэтому данное ограничение преодолевалось эмитентами следующим образом:

1) *top-up (англ, «пополнять»):* инвесторам передаются существующие акции, принадлежащие основному акционеру, на которые не распространяются упомянутые ограничения, при этом соответствующая часть акций нового выпуска передается основному акционеру в целях недопущения размывания его доли в уставном капитале компании;

2) *депозитарные расписки:* инвесторам передаются ценные бумаги, имеющие в качестве базового актива акции компании [664].

В настоящее время ситуация изменилась: отмеченное положение Закона о защите прав инвесторов утратило силу. Помимо этого, п. 1. ст. 27.6 Закона о рынке ценных бумаг запрещает только переход прав собственности на эмиссионные ценные бумаги до их полной оплаты и государственной регистрации отчета об итогах их выпуска. При этом ничто не мешает вводить ценные бумаги в оборот и совершать с ними сделки. Главное правило – не забывать о запрете на переход права собственности.



Департамент исследований и информации Банка России: годовой обзор финансового рынка за 2012 год[665].URL: http://www.cbr.ru./anaLytics/fin_r/fin_mark_2012.pdf.

В ходе процедуры эмиссии эмитент может допускать нарушения действующего законодательства, совершать действия, потенциально опасные для будущих инвесторов. В этой связи действующее законодательство предусматривает различные меры по защите прав инвесторов[666]:

1) приостановление эмиссии ценных бумаг;

2) признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся;

3) признание выпуска ценных бумаг недействительным.

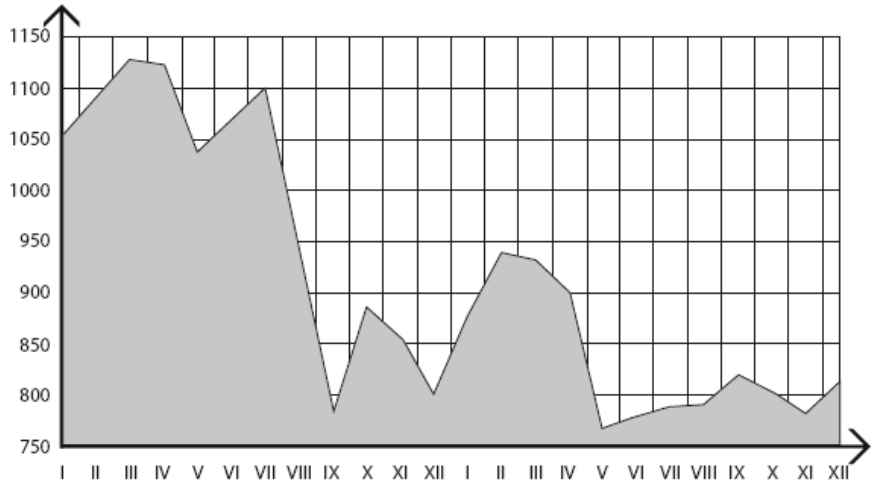
Согласно п. 1 ст. 26 Закона о рынке ценных бумаг, *приостановление эмиссии ценных бумаг допускается на любом этапе процедуры эмиссии до государственной регистрации отчета об итогах выпуска в следующих случаях:*

1) нарушение эмитентом в ходе эмиссии требований законодательства РФ о ценных бумагах;

2) предоставление недостоверной или вводящей в заблуждение информации в документах, на основании которых была осуществлена государственная регистрация выпуска, и (или) в документах, представленных для государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг. Эмиссия приостанавливается государственным регистрирующим органом до устранения нарушений и может быть возобновлена на основании его письменного решения.

Сравнительный анализ за 2011 и 2012 годы.

Капитализация российского рынка акций(на конец месяца, млрд. долл. США)



Источник: Департамент исследований и информации Банка России: годовой обзор финансового рынка за 2012 год. URL: http://www.cbr.ru./anaLytics/fin_r/fin_mark_2012.pdf.

Также Закон о рынке ценных бумаг наделяет регистрирующие органы правом *признания выпуска несостоявшимся*[667]. Необходимо отметить, что данная мера, направленная на защиту прав инвесторов, может быть применена строго в течение определенного промежутка времени в рамках процедуры эмиссии: *после государственной регистрации выпуска или присвоения ему идентификационного номера и до государственной регистрации отчета об итогах выпуска или до начала размещения эмиссионных ценных бумаг, если регистрация отчета не предусмотрена.*

Необходимо выделить следующие *основания признания выпуска несостоявшимся:*

1) нарушение эмитентом в ходе эмиссии ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации, которое *не может быть устранено иначе, чем посредством изъятия из обращения* эмиссионных ценных бумаг выпуска;

2) обнаружение в документах, на основании которых были осуществлены государственная регистрация выпуска эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг

идентификационного номера, и (или) в документах, представленных для государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, *недостоверной или вводящей в заблуждение информации,* повлекшей за собой *существенное нарушение прав и (или) законных интересов инвесторов или владельцев эмиссионных ценных бумаг*;

3) *непредставление* эмитентом в регистрирующий орган *отчета об итогах выпуска* эмиссионных ценных бумаг в установленный законодательством срок;

4) отказ регистрирующего органа в государственной регистрации отчета об итогах выпуска;

5) неразмещение ни одной эмиссионной ценной бумаги выпуска;

6) неисполнение эмитентом требования регистрирующего органа или федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг об устранении допущенных в ходе эмиссии ценных бумаг нарушений требований законодательства РФ.

Выпуск ценных бумаг может быть **признан недействительным** исключительно по решению суда, при этом правом на иск обладают строго определенные лица:

– регистрирующие органы (ФСФР, Банк России);

– орган, осуществляющий государственную регистрацию юридических лиц (ФНС);

– участник (акционер) эмитента;

– владелец эмиссионных ценных бумаг эмитента того же вида, категории (типа), что и эмиссионные ценные бумаги выпуска (дополнительного выпуска).

Основанием для признания выпуска эмиссионных ценных бумаг **недействительным** является:

1) *нарушение* эмитентом в ходе эмиссии ценных бумаг *требований законодательства РФ,* которое не может быть устранено иначе, чем посредством изъятия из обращения эмиссионных ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);

2) обнаружение в документах недостоверной или вводящей в заблуждение информации, повлекшей за собой *существенное нарушение прав и (или) законных интересов инвесторов или владельцев эмиссионных ценных бумаг.*

Как отмечает Д. В. Бурачевский[668], основаниями для признания выпуска недействительным являются допущенные нарушения с учетом их *«качественного» содержания* — нарушение эмитентом законодательства, существенным образом негативно отразившееся на правах и интересах лиц, в защиту которых применяется рассматриваемый способ защиты. Например, при

обнаружении в проспекте ценных бумаг не соответствующих действительности сведений и при выборе инвестором охранительных мер в связи с приобретением ценных бумаг необходимо учитывать, какие из внесенных эмитентом сведений в проспект ценных бумаг являются недостоверными, могут ли данные обстоятельства стать причиной приобретения (отказа от приобретения ценных бумаг), имеет ли эта информация существенное значение.

Поэтому применение данного способа защиты (при наличии на то оснований) должно осуществляться в зависимости от того, как допущенные нарушения повлияли (или могут повлиять) на права и интересы лиц, в защиту которых подан иск о признании выпуска ценных бумаг недействительным. Примером является действия инвесторов, на которых отразилась недостоверная информация. Кроме того, принимая решение о признании выпуска недействительным, необходимо учитывать последствия признания выпуска ценных бумаг недействительным и для всех остальных инвесторов[669]. Также следует отметить, что недействительность отдельных сделок, совершенных в процессе размещения эмиссионных ценных бумаг, не влечет за собой признание всего выпуска недействительным.

Срок исковой давности составляет три месяца с момента государственной регистрации отчета об итогах выпуска и в случае его пропуска восстановлению не подлежит.

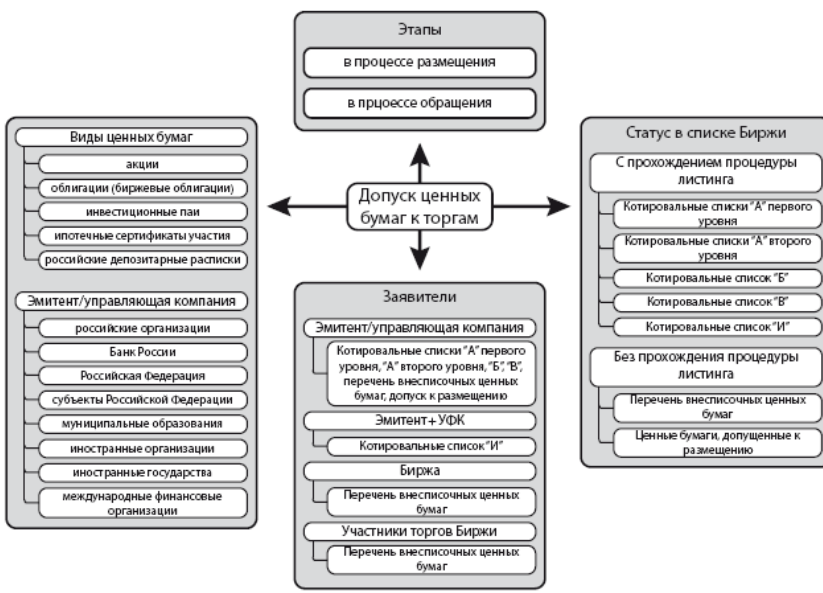
Публичное размещение ценных бумаг тесно связано с такими явлениями как **публичное обращение и листинг ценных бумаг,** которые являются ключевыми элементами в процессе взаимодействия с инвесторами.

Согласно ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг, под **публичным обращением ценных бумаг** понимается обращение ценных бумаг на организованных торгах или обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы[670].

Нас интересует наиболее распространенный случай публичного обращения ценных бумаг, который связан с организованными торгами. Если проанализировать определение листинга, можно сделать вывод о том, что организация публичного обращения невозможна без данного процесса.

Причины осуществления листинга на организованном рынке
Существенное расширение круга инвесторов эмитента
Возможность размещения и/или обращение ценных бумаг за рубежом
Возможность выпуска ценных бумаг без обеспечения
Выпуск биржевых облигаций, а также включение в котировальные списки облигаций без соблюдения отдельных требований
Сокращение временного лага между окончанием размещения (IPO) и началом обращения ценных бумаг
Прохождение процедуры листинга на фондовой бирже – рейтинговая оценка эмитента

Схема допуска ценных бумаг к торгам[671]



Итак, **листинг ценных бумаг** – это включение ценных бумаг организатором торговли в список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам, в том числе включение ценных бумаг биржей в котировальный список.

Выделяются следующие причины осуществления листинга на организованном рынке[672]:

1) расширение круга инвесторов эмитента;

2) размещение и (или) обращение ценных бумаг за

рубежом[673];

3) сокращение временного лага между окончанием размещения IPO и началом обращения ценных бумаг;

4) выпуск биржевых облигаций, а также включение в котировальные списки облигаций без соблюдения отдельных требований;

5) возможность выпуска ценных бумаг без обеспечения;

6) прохождение процедуры листинга на фондовой бирже – рейтинговая оценка эмитента[674].

Общие требования к процедуре листинга, а также организации публичного обращения ценных бумаг устанавливаются Законами о рынке ценных бумаг и об акционерных обществах, а также Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг[675]. Например, принятие решения об обращении с заявлением о листинге акций и (или) эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции общества, по умолчанию находится в компетенции общего собрания акционеров[676].

С другой стороны, *публичное обращение* эмиссионных ценных бумаг, в том числе их предложение неограниченному кругу лиц, включая использование рекламы, допускается *при одновременном соблюдении следующих условий*[677]:

1) регистрация проспекта ценных бумаг (допуск биржевых облигаций или российских депозитарных расписок к организованным торгам с представлением бирже проспекта указанных ценных бумаг) или допуск эмиссионных ценных бумаг к организованным торгам без их включения в котировальные списки;

2) раскрытие эмитентом информации в соответствии с требованиями законодательства, а в случае допуска к организованным торгам эмиссионных ценных бумаг, в отношении которых не осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг, в соответствии с требованиями организатора торговли.

Детали допуска ценных бумаг к торгам на организованном рынке устанавливаются локальными актами соответствующего организатора торгов. Например, в ЗАО «ФВ ММВБ» действуют особые Правила листинга[678], согласно которым, допуск ценных бумаг к торгам осуществляется путем их включения в специальный Список ценных бумаг, допущенных к торгам. Причем это осуществляется как без прохождения листинга, так и с прохождением этой процедуры.

Согласно ст. 4 упомянутых Правил, Список состоит из следующих разделов:

– Ценные бумаги, допущенные к размещению;

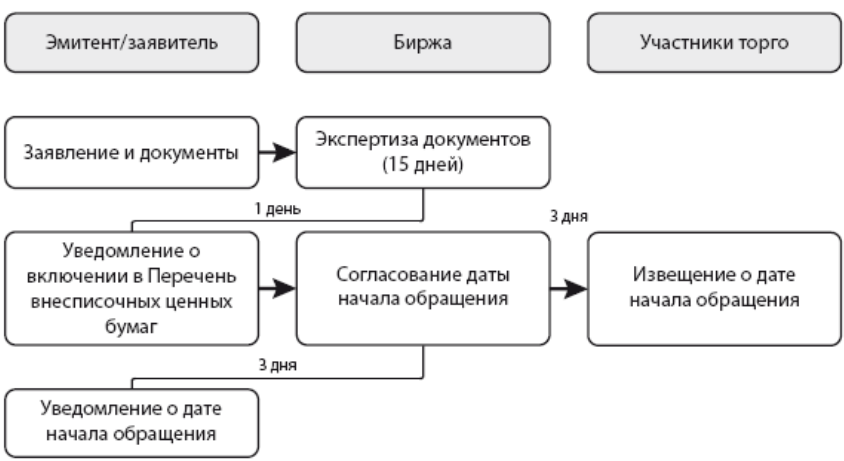
– Котировачьный список «А» первого уровня;
– Котировачьный список «А» второго уровня;
– Котировальный список «Б»;
– Котировальный список «В»;
– Котировальный список «И»;
– Перечень внесписочных ценных бумаг.

В Список, в том числе и в Сектор РИИ[679], могут быть включены:

– ценные бумаги, допускаемые к торгам в процессе размещения и (или) обращения в ЗАО «ФВ ММВБ» **без прохождения процедуры листинга** (путем включения в раздел «Перечень внесписочных ценных бумаг»);

– ценные бумаги, допускаемые к торгам в процессе размещения и (или) обращения в ЗАО «ФВ ММВБ» **с прохождением процедуры листинга** (путем включения в раздел «Котировальный список „А“ первого уровня», либо в раздел «Котировальный список„А“ второго уровня», либо в раздел «Котировальный список „Б“», либо в раздел «Котировальный список „В“», либо в раздел «Котировальный список „И“»).

Процедура включения ценных бумаг эмитентов в Перечень внесписочных ценных бумаг ЗАО «ФБ» ММВБ»



Большое значение для инвесторов имеет **процесс делистинга.** В законе он определяется как исключение ценных бумаг организатором торговли из списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам, в том числе исключение ценных бумаг биржей из котировального списка[680].

В мировой практике делистинг не является чем-то экстраординарным. Например, в январе 2013 года

появилась информация о том, что компания Dell ведет переговоры с фондами частных инвестиций о выкупе ими ее акций с рынка. В частности, по данным СМИ, такие переговоры велись с Silver Lake Partners и TPG. Осуществление выкупа необходимо для проведения делистинга с биржи NASDAQ, где сейчас торгуется около 70 % ее акций, и возвращения к статусу частной компании[681].

Следует обратить внимание на то обстоятельство, что законодательство и судебная практика в иностранных юрисдикциях предусматривает различные меры по защите прав миноритарных владельцев акций. Считается, что именно владельцы небольших пакетов ценных бумаг несут наибольшие финансовые потери от процедуры делистинга. Например, если контролирующий акционер заинтересован в управлении компанией, то миноритарий, прежде всего, рассчитывает на возможность выгодной продажи принадлежащих ему ценных бумаг. Однако в результате делистинга круг лиц, кому он может продать свои ценные бумаги, снижается. Соответственно падает и стоимость миноритарного пакета акций[682]. Если обратиться к опыту Германии, то здесь акционеры вправе рассчитывать на принятие решения о делистинге не менеджментом компании, а общим собранием акционеров.

Помимо этого, акционеры имеют право на справедливую денежную компенсацию, которое реализуется путем направления им предложения о выкупе акций со стороны самого общества либо мажоритарного акционера[683]. Размер компенсации можно оспорить в судебном порядке[684].

До недавнего времени такой важный вопрос, оказывающий серьезное воздействие на курсовую стоимость ценных бумаг, был практически не урегулирован в российском законодательстве. Например, делистинг мог быть осуществлен на основании решения лица, осуществляющего функции ЕИО, без учета интересов остальных акционеров. Однако в конце 2012 года были внесены серьезные изменения в закон об акционерных обществах, которые были направлены на регулирование делистинга акций:

1) решение об обращении с заявлением о делистинге акций общества и (или) эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в его акции, принимается *исключительно общим собранием акционеров*[685];

2) акционеры – владельцы голосующих акций – вправе требовать выкуп обществом всех или части принадлежащих им акций в случае принятия общим собранием акционеров решения об обращении с заявлением о делистинге, если эти акционеры голосовали против этого решения или не участвовали в голосовании[686].

Правовая регламентация вопроса о делистинге акций действительно является крайне важным шагом отечественного законодателя. Из-за отсутствия специального регулирования имелись случаи конфликтов между различными группами акционеров.

> Например, в марте 2012 года ФСФР оштрафовала биржу ММВБ-РТС на 700 тыс. рублей за неполное предоставление информации о делистинге «Силовых машин». Что характерно, биржа провела делистинг по заявлению эмитента **за час до окончания основной сессии торгов.** Такая ситуация вызвала массовое недовольство как профучастников, так и инвесторов, поскольку они не успели избавиться от бумаг по рыночной цене[687].

7.3. Особенности эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг

Государственные и муниципальные ценные бумаги играют важную роль на финансовом рынке, о чем уже говорилось в предыдущих главах. В данном разделе необходимо рассмотреть некоторые особенности эмиссии и обращения этих ценных бумаг, обусловленные правовым статусом их эмитентов.

Эмиссия государственных и муниципальных ценных бумаг преследует следующие **цели**[688]:

1. Покрытие дефицитов бюджетов публично-правовых образований.

Согласно п. 3 ст. 23 Бюджетного кодекса, источниками внутреннего и внешнего финансирования дефицитов бюджетов являются государственные ценные бумаги. Причем в первом случае их номинал выражен в валюте РФ, а во втором – в иностранной валюте.

2. Погашение долговых обязательств.

Долговые обязательства у публично-правового образования могут возникнуть по различным основаниям. Например, в связи с кредитами, привлекаемыми от различных кредитных организаций или иностранных государств[689].

3. Государственная поддержка экономики.

В качестве примера можно привести *повышение капитализации банковских кредитных организаций.*

В данном случае мы имеем дело с одной из мер государственной поддержки экономики, которая направлена на оказание финансовой помощи банкам. Как отмечает В. Ф. Рощина, рассматриваемая процедура должна способствовать повышению доступности кредитных ресурсов для экономических субъектов. Именно свободный доступ к заемным средствам даст возможность восстановить рост в реальном секторе экономики[690].

Данная мера возможна применительно к банкам, являющимся акционерными обществами. При этом происходит обмен облигаций федерального займа на привилегированные акции таких банков. Особенности осуществления повышения капитализации банков устанавливается Федеральным законом от 18 июля 2009 года № 181-ФЗ «Об использовании государственных ценных бумаг Российской Федерации для повышения капитализации банков».

Основные цели эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг
В целях покрытия дефицитов бюджетов публично-правовых образований
Согласно п. 3 ст. 23 Бюджетного кодекса источниками внутреннего и внешнего финансирования дефицитов бюджетов являются государственные ценные бумаги. Причем в первом случае их номинал выражен в валюте РФ, а во втором – в иностранной валюте
Для погашения долговых обязательств
Долговые обязательства у публично-правового образования могут возникнуть по различным основаниям. Например, в связи с кредитами, привлекаемыми от различных кредитных организаций или иностранных государств
В целях государственной поддержки экономики
В качестве примера можно привести повышение капитализации банковских кредитных организаций

В качестве **правовой основы** эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг выступают следующие **основные нормативные акты:**

– Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 года № 145-ФЗ;

– Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»;

– Постановление Правительства РФ от 15 мая 1995 года № 458 «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов»;

– Положение об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг, утвержденное Банком России 25 марта 2003 года № 219-П.

В специальной литературе на основе действующего законодательства выделяются следующие основные этапы эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг[691]:

1) утверждение генеральных условий эмиссии и обращения государственных или муниципальных ценных бумаг в форме нормативно-правовых актов Российской Федерации, субъектов РФ и муниципальных образований соответственно;

2) принятие эмитентом в соответствии с генеральными условиями решения в форме нормативно-правового акта, содержащего условия эмиссии и обращения государственных или муниципальных ценных бумаг;

3) принятие эмитентом в соответствии с генеральными условиями и условиями эмиссии решения об эмиссии отдельного выпуска государственных или муниципальных ценных бумаг;

4) размещение ценных бумаг;

5) принятие эмитентом ценных бумаг РФ, ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг нормативно-правового акта, содержащего отчет об итогах эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг.

Генеральные условия регулируют общие вопросы, связанные с эмиссией ценных бумаг, в частности, их порядок эмиссии и обращения. Например, в Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов устанавливаются следующие основополагающие положения эмиссии[692]:

– эмитентом указанных ценных бумаг выступает Министерство финансов Российской Федерации;

– эмиссия облигаций федеральных займов осуществляется отдельными выпусками, объем каждого выпуска определяется Министерством финансов РФ в соответствии с предельным объемом эмиссии государственных ценных бумаг РФ, установленным Правительством России на соответствующий год;

– исходя из сроков обращения облигаций федеральных займов, они могут быть краткосрочными, среднесрочными или долгосрочными.[693]

В дальнейшем применительно к Российской Федерации на основании и в потном соответствии с генеральными условиями, эмитент ценных бумаг принимает соответствующее **решение, содержащее условия эмиссии и обращения ценных бумаг,** которое оформляется в виде нормативного акта[694]. Если происходит эмиссия ценных бумаг субъекта Федерации или муниципального образования, то необходима государственная регистрация условий эмиссии и обращения. Данную регистрацию осуществляет Министерство финансов России[695].

В 2012 году произошли серьезные изменения в правовом регулировании **размещения облигаций федеральных займов.** Суть главного нововведения состояла в том, чтобы размещение осуществлялось на организованном рынке в общем порядке, предусмотренном для ценных бумаг других эмитентов.

> Как отмечали в процессе обсуждения нововведений различные эксперты, Минфин крайне заинтересован в упрощении сделок с ОФЗ. По их мнению, Министерство вынуждено размещать облигации, чтобы финансировать дефицит бюджета, для чего требуется привлечь максимум инвесторов. При этом, если проводить размещение ОФЗ не в секции госбумаг, как раньше, а в общем порядке на ФВ ММВБ, то список инвесторов

может значительно расшириться[696].

Следует отметить, что существуют определенные ограничения на целевое расходование полученных в результате эмиссии денежных средств: например, приобретенные Банком России государственные ценные бумаги субъектов РФ и муниципальные ценные бумаги при их размещении не могут быть источниками финансирования дефицита соответствующего бюджета[697].

Информация об осуществленном займе посредством выпуска ценных бумаг фиксируется в долговых книгах соответствующего уровня [698].

Краткие выводы

1. Эмиссия является центральным элементом перераспределения финансовых средств от инвестора к эмитенту. В ходе эмиссии происходит возникновение ценных бумаг, появляются соответствующие права и обязанности у различных участников данного процесса.

2. Эмиссия ценных бумаг является совокупностью гражданско-правовых сделок, административных актов и организационно-распорядительных действий, совершаемых эмитентами и иными лицами в предписываемой законом форме и последовательности и направленных не просто на размещение ценных бумаг, а на удовлетворение экономических потребностей граждан и юридических лиц.

3. Эмиссия преследует следующие цели: привлечение дополнительных финансовых ресурсов для развития эмитента и перераспределение объема корпоративных прав, принадлежащих владельцам акций.

4. Первичное публичное предложение ценных бумаг (прежде всего, акций) частной компании называется IPO (Initial Public Offering), которое не является синонимом эмиссии.

5. Во второй половине 2000-х годов применительно к процессу выпуска акций крупнейших российских компаний, находящихся под контролем государства, стал применяться термин «народное IPO». В 2006 году произошло публичное размещение акций ОАО «НК „Роснефть“», а в следующем году – ОАО «Сбербанк России» и ОАО Банк ВТБ.

6. В российских условиях правовая основа осуществления эмиссии корпоративных ценных бумаг, прежде всего, базируется на нормах, закрепленных в Гражданском кодексе Российской Федерации, Законе о рынке ценных бумаг, Законе об акционерных обществах, Законе об обществах с ограниченной ответственностью и в подзаконных нормативных актах.

7. На итоги эмиссии воздействует большое чисто различных групп участников:

1) эмитент, члены его органов управления и иные должностные лица;

2) инвесторы (физические и юридические лица);

3) федеральный орган исполнительной власти или уполномоченная организация, осуществляющие государственные регистрационные процедуры в отношении выпуска ценных бумаг;

4) организаторы торговли на финансовом рынке (биржа или торговая система);

5) лица, осуществляющие вспомогательные функции в ходе эмиссии ценных бумаг, которые могут как обладать специальным статусом – профессиональные участники рынка ценных бумаг, так и не иметь такового.

8. В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг (ст. 19) процедура эмиссии включает в себя следующие этапы:

1) принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг;

2) утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;

3) государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера;

4) размещение эмиссионных ценных бумаг;

5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

9. В зависимости от объема регистрируемых документов и раскрываемой информации, а также количества этапов, порядок процедуры эмиссии ценных бумаг можно условно разделить на следующие виды:

1) общий порядок, который касается осуществления эмиссии ценных бумаг без необходимости подготовки, а также регистрации проспекта ценных бумаг и включает в себя этапы, указанные в п. 1. ст. 19 Закона о рынке ценных бумаг;

2) специальный порядок – отличается необходимостью регистрации проспекта ценных бумаг (п. 1 ст. 22 Закона о рынке ценных бумаг);

3) особый порядок – состоит в отсутствии отдельных этапов, характерных для общего и специального порядка, а также в наличии дополнительных, особых требований, установленных законом. Например, в ходе эмиссии биржевых облигаций не требуется государственная регистрация их выпуска.

10. Регистрирующими органами, согласно действующему законодательству, выступают ФСФР и Банк России (применительно к эмиссии ценных бумаг кредитными организациями).

В отдельных случаях, связанных, прежде всего, с особыми видами ценных бумаг, государственная регистрация их выпуска не требуется:

– облигации Банка России;

– биржевые облигации;

– российские депозитарные расписки (только в случаях соблюдения условий, указанных в п. 5.1. ст. 27.5–2 Закона о рынке ценных бумаг).

11. Способ размещения эмиссионных ценных бумаг – это совокупность действий, осуществляемых эмитентом, субъектами учетной системы (регистратором (регистраторами) и номинальными держателями – депозитариями), инвесторами (в некоторых случаях), направленных на предоставление эмитентом в собственность инвесторов размещаемых эмиссионных ценных бумаг. Применительно к акциям основными способами размещения является закрытая и открытая подписка.

12. Меры по защите прав инвесторов в ходе эмиссии ценных бумаг.

1) приостановление эмиссии ценных бумаг;

2) признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся;

3) признание выпуска ценных бумаг недействительным.

13. Основные цели эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг:

1) покрытие дефицитов бюджетов публично-правовых образо**вании;**

2) погашение долговых обязательств;

3) государственная поддержка экономики.

14. Эмиссия государственных и муниципальных ценных бумаг регулируется многими нормативными актами, начиная Бюджетным кодексом Российской Федерации и заканчивая Положением об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг.

15. На основе действующего законодательства выделяются следующие основные этапы эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг:

1) утверждение генеральных условий эмиссии и обращения государственных или муниципальных ценных бумаг в форме нормативно-правовых актов соответственно Российской Федерации, субъектов РФ и муниципальных образований;

2) принятие эмитентом в соответствии с генеральными условиями решения в форме нормативно-правового акта, содержащего условия эмиссии и обращения государственных или муниципальных ценных бумаг;

3) принятие эмитентом в соответствии с генеральными условиями и условиями эмиссии решения об эмиссии отдельного выпуска государственных или муниципальных ценных бумаг (решения о выпуске);

4) размещение ценных бумаг;

5) принятие эмитентом ценных бумаг РФ, субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг нормативно-правового акта, содержащего отчет об итогах эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг.

Контрольные вопросы

1. В чем состоит правовая природа эмиссии?
2. Какие нормативные акты регулируют эмиссию корпоративных ценных бумаг в России?
3. Чем различаются эмиссия ценных бумаг и размещение ценных бумаг?
4. Каковы основные цели эмиссии?
5. В чем состоит суть первичного публичного размещения ценных бумаг (IPO)? Назовите разновидности IPO.
6. Каковы цели и мотивы выхода компаний на публичный рынок?
7. Какова специфика и проблемы реализации IPO в России? Что такое «народное IPO»?
8. Из каких этапов по действующему российскому законодательству состоит процедура эмиссии? Каковы отличительные особенности реализации отдельных этапов эмиссии ценных бумаг?
9. Назовите основных участников процедуры эмиссии. Каким образом они воздействуют на этот процесс?
10. Дайте определение листингу и публичному обращению.
11. Каковы основные цели эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг?
12. В чем заключается специфика эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг?

Основная литература

Choi S.J., Pritchard A. C. Securities Regulation: the essentials. – Aspen Publishers Inc., 2008. – 416p.

Espinasse P. IPO: A Global Guide 2011. – Hong Kong University Press, 2011– 376p.

Gullifer L, Payne J. Corporate finance law: principles and policy. – Oxford: Hart Publishing, 2011. – 787p.

Ratner L D., Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell (Nutshell Series). – 8th ed. – West Group, 2005. – 394p.

Schultheis P. J. The initial public offering. A Guidebook for Executives and Boards of Directors. – 2nd ed. – Bowne, 2004. – 288 p.

Андреев В. К. Рынок ценных бумаг. Правовое регулирование: курс лекций. – М.: Юридическая литература, 1998.

Баев С. А. Публичное предложение и частное размещение// Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е. Туктаров [и др.]; отв. ред. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. – М.: Статут, 2010. – 268 с.

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.

9. Глушецкий А. А. Размещение ценных бумаг: экономические основы и правовое регулирование. – М.: Статут, 2013. – 621 с.

Ишутина О. В. Государственные и муниципальные ценные бумаги: вопросы правовой идентификации. Автореферат дис… канд. юрид. наук. – Екатеринбург, 2004.

Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. – М.: Статут, 2008,– 510с.

Мальков А. В. Размещение акций: структурирование и ценообразование. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2011. – 224с.

Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995.-488 с.

Редькин И. В. Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере ценных бумаг. – М.: Деловой экспресс, 1997– 112 с. Синенко А. Ю. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика. – М.: Статут, 2002. – 223 с.

Топсахалова Ф. М. – Г. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Академия Естествознания, 2011.

Удальцова Н. Г Правовая природа первичного публичного предложения (размещения) ценных бумаг: дис… канд. юрид. наук. – М., 2010,– 193 с.

Шевченко Г. Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. – М.: Статут, 2006. – 271с.

Дополнительная литература

Böttcher L, Blasche S. The Limitations of the Management Board's Directive Powers in German Stock Corporations // German Law Journal. -Vol. 11. – No. 5. – 2010. – P. 493–512.

Cahn A., Donald D. C. Comparative Company Law: Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA. -Cambridge University Press, 2010. – 956p.

Draho J. The IPO decision: why and how companies go public. – Edward Elgar Pub., 2004,– 385 p.

Madura J. Financial Markets and Institutions. – 10th ed. – Cengage Learning, 2011. – 698 p.

Taulli T. High-Profit IPO Strategies: Finding Breakout IPOs for Investors and Traders. – 3rd ed. – John Wiley & Sons, 2012. – 304p.

Аминова Ф. М. Проблемы обращения корпоративных эмиссионных ценных бумаг на неорганизованном рынке//Вестник университета (Республика Таджикистан).-Душанбе: РТСУ, 2011,– № 4 (35) – С. 37–39.

Бойко В. В. Влияние динамики фондового рынка на феномен недооценки российских компаний при первичных публичных размещениях// Вестник Финансового университета. – 2009. – № 4. Брюховецкая С. В. Дискуссионные вопросы определения понятия IPO // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2010. -№ 10.

Бурачевский Д. В.Особенности применения судом охранительной меры в виде признания недействительным выпуска ценных бумаг//Арбитражный и гражданский процесс. – 2008. – № 4–5.

Выговский А. И. Коллизионные вопросы размещения эмиссионных ценных бумаг на зарубежных фондовых рынках// Современное право. – 2010. – № 1.

Геддес Р. IPO и последующие размещения акций. – М.: Олимп-Бизнес, 2007,– 552 с.

Герасимов В. Н. Экономическое содержание и особенности первого публичного размещения (IPO) // Микроэкономика. – 2010. – № 2. Ильин Е. А. IPO: особенности рынков США, Европы и России // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2010. – Т. 130. Крохина Ю. Кредитная деятельность муниципальных образований в Российской Федерации // Хозяйство и право. – 2001. – № 4. Ксенофонтов М.А. Особенности IPO в России: тенденции развития//Вестник Томского государственного университета. – 2008. -№ 317.-0195-197.

Максимкин Я. А. Защита прав и законных интересов

акционеров и кредиторов при эмиссии ценных бумаг акционерным обществом: дис… канд. юрид. наук. – Самара, 2010. – 196с.

Мартьянов А. В. Актуальные проблемы управления государственными заимствованиями Российской Федерации// Финансы и кредит. -2009,– № 8.

Молотников А. Е. Акционерная амнистия: последний шанс// Директор Инфо. – 2004. – № 6. – Электрон, вере, печат. публ. – URL: http://www. director! nfo.ru./article.aspx?id=13667&iid=595.

Никифорова В. IPO – путь к биржевому рынку: практическое руководство по публичному размещению ценных бумаг/В. Никифорова, В. Макарова, Е. Волкова. – СПб.: Питер, 2008. – 352с.

Петров В. О. Регулирование процедуры эмиссии ценных бумаг: проблемы и пути их решения // Социология власти. – 2011. – № 2. Потемкин А. IPO: вчера, сегодня, завтра…//Рынок ценных бумаг. -2005,– № 5 (19).

Прокофьев Р. Р. IPO как форма приватизации и вовлечения населения в инвестиционную деятельность в России: дис… канд. экон. наук: 08.00.10.-М., 2007.– 166с.

Рощина В. Ф. Использование государственных ценных бумаг для повышения капитализации банков//Регламентация банковских операций: документы и комментарии. – 2009. – № 5.

Тарканов С. И. Народные IPO. Об инвестировании средств физических лиц//Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. – 2010. – № 1.

Хоменко Е. Новое в законодательстве о рынке ценных бумаг// Законность. – 2003. – № 5.

Юлдашбаева Л. Р. Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг. – М.: Статут, 1999. – 205 с.

Глава 8
Правовое регулирование деятельности инвесторов на рынке ценных бумаг

Инвестиции – это рулетка, не всегда срываешь куш.

Х/ф «Как украсть небоскреб», 2011 год

Государство не должно агитировать людей покупать акции, доказывая, что это супервыгодное вложение. За это потом государство будет жестоко расплачиваться. Государство должно предупреждать людей, что инвестиции в акции – рискованное мероприятие.

А. С. Волошин, «Форум» (приложение к газете Ведомости), 2012 год

1. Понятие инвестора и инвестиционной деятельности.

2. Классификация инвесторов на рынке ценных бумаг. Их правовой статус.

Глоссарий

Акционерный инвестиционный фонд – открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, перечень которых четко определен в законодательстве.

Инвестиции – денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Инвестиционная деятельность – вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Инвесторы на рынке ценных бумаг – это физические и юридические лица, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги.

Владелец – лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве.

Индивидуальный инвестор – физическое или юридическое лицо, осуществляющее покупку ценных бумаг за счет собственных средств и в своем интересе самостоятельно, либо привлекающее для этих целей профессиональных участников рынка ценных бумаг или коллективных инвесторов.

Инвестиционный фонд – это находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляется управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления.

Паевой инвестиционный фонд – обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности, которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

8.1. Понятие инвестора и инвестиционной деятельности

Инвестор, наряду с эмитентом, является центральной фигурой фондового рынка. Именно благодаря наличию у инвестора финансовых средств и готовности их вложения в ценные бумаги эмитент и планирует свою деятельность на рынке.

С одной стороны, эмитент и инвестор противостоят друг другу, поскольку эмитент формирует спрос на инвестиционный капитан, а инвестор предлагает имеющиеся у него средства, т. е. создает спрос на ценные бумаги или производные финансовые инструменты. Если эмитент заинтересован в привлечении капитана, то инвестор – во вложении имеющихся у него средств и получении прибыли. С другой стороны, достижение стоящих перед ними целей возможно *только в рамках тесного взаимодействия.*

Понятия инвестиционной деятельности, инвестиций и инвестора связаны не только с финансовым рынком и рынком ценных бумаг. Названные категории являются категориями всей рыночной экономики в целом. Однако, учитывая существенные особенности финансового рынка и рынка ценных бумаг, необходимо детально проанализировать указанные понятия применительно к отношениям, возникающим именно в этих секторах экономики.

Основное в содержании понятия «инвестор» составляет категория *«вложение».* Собственно инвестиции – это и есть вложение, капиталовложение[699]. Таким образом, понятие «инвестор» раскрывается через понятия инвестиции и инвестиционной деятельности.

> Интересную особенность инвестирования отметил экс-руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам В. Д. Миловидов. Инвестируя, человек выбирает между будущим доходом и ликвидностью своих сбережений. Это тоже универсальный закон, как и то, что риск определяет будущий доход. На протяжении последних лет 30 (!) финансовые институты пытаются найти наиболее привлекательный баланс ликвидности и доходности для своих клиентов: расширяется набор обращающихся на рынке финансовых инструментов (т. е. ликвидных), возникают комбинированные счета и способы привлечения и накопления денежных средств,

опять-таки совмещающие критерии ликвидности и доходности[700].

ищет прибыльного размещения своих временно свободных денежных средств
Эмитент
Инвестор
эмитирует ценные бумаги с целью привлечения финансовых ресурсов

По оценкам отечественных экономистов, в современной экономической литературе инвестиции являются одной из *наиболее часто используемых категорий как на микро-, так и на макроуровне.* При этом, как правило, это понятие *трактуется достаточно узко и противоречиво* [701].

Тем не менее, представляется возможным обобщить различные подходы в экономической науке и выделить *наиболее существенные признаки инвестиций*[702]:

1) потенциальная способность инвестиций приносить доход;

2) преобразование части накопленного капитала в альтернативные виды активов экономического субъекта (предприятия);

3) использование разнообразных инвестиционных ресурсов в процессе осуществления инвестиций, которые характеризуются спросом, предложением и ценой;

4) целенаправленный характер вложения капитала в какие-либо материальные и нематернальные объекты (инструменты);

5) наличие срока вложения (этот срок всегда индивидуален: заранее определять его неправомерно);

6) наличие у инвесторов индивидуальных целей, которые не всегда связаны с извлечением непосредственной экономической выгоды;

7) наличие риска вложения капитала, означающее, что достижение целей инвестирования всегда носит вероятностный характер.

Особое значение для инвестиционного процесса имеет **категория риска.** Как уже неоднократно отмечалось в нашем

пособии, в том числе на примерах из истории развития рынка, *вложения в ценные бумаги характеризуются повышенным риском,* в связи с тем, что на курсовую стоимость финансовых инструментов воздействует огромное количество факторов не только экономического, но и политического и даже психологического свойства[703].

Применительно к рынку ценных бумаг экономисты выделяют следующие основные **группы рисков** [704]:

1) *предпринимательский риск* (неопределенность доходов от предпринимательской деятельности эмитента);

2) *финансовый риск* (возможное наступление неплатежеспособности эмитента и, следовательно, дефолта по выпушенным ценным бумагам);

3) *риск, связанный с инфляцией* (влияние инфляции на покупательную способность денежной единицы, от чего могут пострадать,

б первую очередь, владельцы ценных бумаг с фиксированным доходом[705]);

4) *валютный риск* (неблагоприятное для инвестора изменение курса иностранной и национальной валюты);

5) *процентный риск* (с ростом процентных ставок[706], как правило, происходит падение курса ценных бумаг с фиксированным доходом);

6) *риск ликвидности* (невозможность продать инвестиционный инструмент в необходимые сроки по соответствующей цене).

Указанные выше риски влияют на стоимость ценных бумаг на рынке, а также в ряде случаев и на возможность исполнения своих обязательств со стороны эмитентов, что, в конечном итоге, определяют решение инвестора вкладывать свои средства в те или иные финансовые инструменты.

Для инвесторов особенно важна такая категория, как **доверие.** Например, руководитель ММВВ в 1992–2003 годах А. В. Захаров отмечает, что финансовые рынки держатся именно на доверии. «Деньги, в конце концов, привлекают те, кому доверяют инвесторы. Фондовый рынок более жесткий и требовательный, чем рынок кредитов. Выходя на рынок займов, нужно быть готовыми отвечать за свои обязательства, чтобы окончательно не подорвать репутацию. Здесь нельзя подходить по принципу: взять деньги, а потом их не отдать»[707]. С его мыслями перекликается позиция нынешнего руководителя (председателя правления)

Московской Биржи Александра Абрамова[708]. Он говорит, что не все люди должны быть носителями предпринимательского риска, для остальных должна существовать возможность простого участия в чужом бизнесе в виде инвестиций на финансовом рынке. Однако для этого инвесторы хотят видеть честное ценообразование, отсутствие манипулирования, прозрачную отчетность. Иными словами, вновь возникает вопрос о доверии к финансовым институтам.

Этот фактор влияет не только на уровень осуществляемых вложений на рынке ценных бумаг, но и на специфику правового регулирования. В частности, как отмечает Луиджи Зингалес **(Luigi Zingales),** американское законодательство о рынке ценных бумаг было разработано более 70 лет назад, и его **целью** было **восстановить доверие инвесторов после глобального финансового кризиса.** Сегодня перед нашим законодательством стоит похожая задача. Но если в 1930-х годах господствовало мнение, что инвесторов обманывали, предлагая им ценные бумаги сомнительного качества, то в новом тысячелетии инвесторы считают, что их обманывают менеджеры, которых нельзя привлечь к ответственности[709].

В отечественной правовой науке по-разному трактуется *понятие инвестиций.* В этой связи целесообразно воспользоваться классификацией В. Н. Лисицы[710], в которой он обобщил различные точки зрения по этому вопросу.

1. ***Инвестиция*** *– это объект гражданских прав, вкладываемый в объект инвестиционной деятельности* (А. Г. Богатырев, И. В. Ершова, С. С. Жилинский, И. Н. Лебединец, С. П. Мороз, П. В. Сокол, G. Schwar-zenberger).

Данный подход отражен в ст. 1 Закона об инвестиционной деятельности, согласно которой, *инвестиции* — это денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности с целью получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

2. ***Инвестиции*** *– процесс (вложение, перевод или иная деятельность) по перемещению имущественных, интеллектуальных и иных ценностей, т. е. объектов гражданских прав* (В. В. Бочаров, А. В. Ведерников, Н. Н. Вознесенская, М. С. Евтеева, А. В. Кирин, Л. Шерстнева, M. Sornarajah).

Отражение этой позиции можно найти в Законе об иностранных инвестициях. Согласно ст. 2 этого нормативного акта, *иностранная инвестиция* — вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории РФ в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если такие объекты гражданских прав не изъяты из оборота или не ограничены в обороте в России в соответствии с федеральными законами, в том числе в виде денег, ценных бумаг (в иностранной валюте и валюте РФ), иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку, исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (интеллектуальная собственность), а также в виде услуг и информации.

3. Под **инвестициями** следует понимать конкретные инвестиционные правоотношения, возникающие между предпринимателями и связанные с размещением капитала и несением риска (О. М. Антипова, Н. Г. Доронина). Причем указанные отношения возникают в соответствии с решением органа государства, принимаемого в результате процедуры допуска иностранных инвестиций (admission, approval, entry).

Однако более предпочтительным подходом следует признать первый, с позиции которого *инвестиции являются объектом гражданских прав, вкладываемых в объект инвестиционной деятельности.* Во втором же случае происходит смешение понятия инвестиций и процесса инвестирования, а в третьем – само возникновение инвестиционных отношений связывается с особой процедурой допуска.

В законодательстве также дается толкование понятию **инвестиционная деятельность,** которая определяется как вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта[711].

Следует отметить, что указанные выше определения необходимо рассматривать как общие, применимые к инвестиционным отношениям во всей рыночной экономике.

Поскольку финансовый рынок и рынок ценных бумаг имеют существенные особенности, то и понятия инвестиций, инвестиционной деятельности и инвестора требуют уточнения.

На финансовом рынке и рынке ценных бумаг обращаются, прежде всего, **денежные средства и ценные бумаги.** Денежные средства инвестируются в ценные бумаги, которые являются объектом инвестирования. По сути, ценные бумаги представляют собой инструмент финансового рынка, с помощью которого осуществляется связь между инвестором и эмитентом и

происходит вложение финансовых ресурсов в отрасли и сферы экономики, нуждающиеся в них.

Инвестор – лицо, осуществляющее инвестиции, то есть вкладывающее средства в развитие рынка товаров, работ и услуг. При этом на фондовом рынке само понятие «инвестор» имеет несколько иное значение. Инвестор на рынке ценных бумаг не связан непосредственно с производственным инвестированием, он в значительной степени отдален от реальной хозяйственной деятельности.

Инвестиционная деятельность
Получение согласия государственных органов по приобретению активов
Подписание предварительных договоров и протоколов о намерениях
Запрос соответствующей информации
Получение доступа к необходимым документам
Инвестиции

В законодательстве определение инвестора на рынке ценных бумаг дано в ст. 1 Закона о защите прав инвесторов. Исходя из положений указанного закона, *инвесторы – это физические и юридические лица, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги.*

Интересен вопрос о том, является ли инвестор *лицом, осуществляющим предпринимательскую деятельность.* Следует подчеркнуть, что данный вопрос,

например, применительно к владельцам акций уже давно обсуждается в юридическом сообществе. В 2004 году Конституционный Суд РФ отметил, что предпринимательская деятельность представляет собой самостоятельную, осуществляемую на свой риск деятельность, цель которой – систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке. Таким образом, **деятельность акционеров не является предпринимательской,** она скорее относится к иной не запрещенной законом экономической деятельности, однако и она влечет определенные экономические риски, так как предпринимательскую деятельность осуществляет само акционерное общество[712].

Как отмечает А. В. Майфат, инвестор является субъектом с особым правовым статусом. По его мнению, инвестор хоть и не является предпринимателем, но его статус отличается и от обычного субъекта гражданского оборота, поскольку он опосредованно участвует в предпринимательской деятельности организатора инвестирования и должен принимать на себя часть рисков, связанных с такой деятельностью [713]. Все же в полной мере с Майфатом согласиться нельзя. Очевидно, что инвестор обладает особым правовым статусом, однако не стоит утверждать, что во всех случаях инвестор не является предпринимателем. Например, это утверждение несправедливо в отношении коммерческих организаций, приобретающих ценные бумаги на фондовом рынке.

В законодательстве о рынке ценных бумаг широко используется такой термин, как *владелец ценных бумаг.* В частности, в ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг отмечено, что **владелец** – это лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве. При этом в понимании законодателя *«владелец» не является синонимом «инвестора»,* что подтверждается различными положениями указанного закона[714]. Исходя из анализа определений двух терминов, можно сделать вывод о том, что **понятие «инвестор» намного шире понятия «владелец».** В первом случае имеется в виду не просто владелец ценной бумаги, а лицо, рассматривающее возможность приобретения эмиссионных

ценных бумаг, выбирающее объект инвестирования[715]. Исходя из этого, становится понятно, почему законодатель разделяет два указанных термина применительно к случаям предоставления информации: либо в процессе составления проспекта ценных бумаг, либо в ходе раскрытия информации[716].

Цели инвесторов на рынке ценных бумаг определяются их потребностями и, с одной стороны, отличаются от целей инвесторов на других рынках, а с другой – характеризуются значительным разнообразием. Основными целями инвесторов на рынке ценных бумаг являются обеспечение безопасности вложений, прежде всего, от инфляционных потерь, увеличение вложений, получение от них стабильного дохода.

8.2. Классификации инвесторов на рынке ценных бумаг. Их правовой статус

Инвестор – лицо многоликое.

В. В. Иванов, П. В. Воробьев,
В. А. Лялин «Инвестиции»,
2011 год

Начать изучение особенностей правового статуса инвесторов целесообразно с их классификации. Именно в таком ключе следует рассмотреть специфику их деятельности и правового регулирования на фондовом рынке.

Выделим следующие основания классификации:

I. В зависимости от целей инвестирования[717]:

1. Стратегические инвесторы стремятся обеспечить с помощью финансовых вложений непосредственное управление объектом инвестирования.

2. Портфельные инвесторы с помощью финансовых вложений добиваются формирования портфеля с целью получения дохода (в форме дивидендов или процентов) в результате повышения курсовой стоимости ценных бумаг [718].

Вряд ли будет корректным сравнение значимости стратегического и портфельного инвесторов. Каждый из них выполняет определенную функцию. Цель деятельности стратегического инвестора заключается не в повышении доходности ценных бумаг, росте их стоимости, а в получении контроля над корпорацией и дохода за счет повышения эффективности производственно-хозяйственной деятельности. Стратегический инвестор заинтересован в долгосрочном развитии компании и поэтому повышает качество управления, внедряет новые технологии. Портфельный инвестор развивает механизм перераспределения финансовых средств на фондовом рынке.

Без огромного числа таких инвесторов было бы невозможно проведение успешного публичного размещения ценных бумаг корпорации.

> Обычно в акционерных обществах в качестве стратегических инвесторов выступают контролирующие акционеры, а в качестве портфельных – миноритарные[719]. При этом объем финансовых активов, находящихся в распоряжении у тех или иных инвесторов, никак не влияет на их причисление к той или иной

группе. Важна именно цель инвестирования. Существует ли общая цель у контролирующего акционера компании, акции которой обращаются на организованном рынке, и, например, Центрального банка Российской Федерации, скупившего на непродолжительный срок на бирже 10 %-й пакет этого общества? Целью участия Банка России будет, скорее, не столько получение прибыли (хотя это тоже возможно), сколько поддержание курсовой стоимости акций российских компаний. Кстати, противоречия между целями инвестирования и интересами различных групп акционеров[720] могут в перспективе привести к возникновению корпоративных конфликтов.

II. По направлению основной деятельности:

1. Индивидуальные инвесторы.

Индивидуальными инвесторами могут быть не только физические, но и юридические лица (как коммерческие, так и некоммерческие организации). В данном случае инвестиции обычно производятся исключительно в интересах определенного инвестора.

Правовое положение индивидуальных инвесторов на фондовом рынке, за отдельными исключениями, регулируется аналогичным массивом правовых норм (прежде всего, это Закон о рынке ценных бумаг и Закон о защите прав инвесторов).

Важной особенностью индивидуальных инвесторов является особый порядок осуществления ими инвестиций на организованном рынке: *они не имеют права выступать участниками организованных торгов ценными бумагами*[721]. В том случае, если индивидуальные инвесторы хотят инвестировать свои средства в финансовые инструменты, обращающиеся на организованном рынке, им следует *воспользоваться услугами профессиональных участников рынка ценных бумаг* – брокеров. Указанное ограничение введено в целях укрепления стабильности финансового рынка, недопущения манипулирования рынком и снижения воздействия субъективных факторов на курсовую стоимость ценных бумаг. В то же время у индивидуальных инвесторов остается возможность совершать сделки на неорганизованном рынке ценных бумаг [722].

Регулирование положения **инвесторов – физических лиц**[723] на рынке ценных бумаг традиционно обращает пристальное внимание государственных органов. Во многом в целях защиты данной категории инвесторов, отличающейся отсутствием специальных знаний и навыков торговли на

финансовом рынке, в 1999 году и был принят Закон о защите прав инвесторов. Однако в этом нормативном акте отсутствуют специальные разделы, направленные на защиту именно категории инвесторов – физических лиц, хотя в самом тексте закона встречаются положения, адресованные именно физическим лицам. Например, специально оговаривается, что профессиональный участник в отношениях с инвестором – физическим лицом обязан проинформировать его о правах и гарантиях, предоставляемых ему Законом о защите прав инвесторов[724].

Кроме этого, физические лица – инвесторы вправе создавать в целях защиты своих прав и законных интересов общественные объединения, которые управомочены на обращение в судебные инстанции[725], к примеру, Федеральная служба по финансовым рынкам по своей инициативе вправе вступить в судебный процесс для дачи заключения по тому или иному делу[726].

> Государство планирует усиливать защиту прав индивидуальных инвесторов – создавать условия для снижения рисков осуществляемых ими инвестиций. Например, необходимость этого отмечается в Стратегии развития финансового рынка до 2020 года[727]. При этом особо оговаривается, что важным средством стимулирования участия населения на финансовом рынке является определение четких правовых рамок создания компенсационных механизмов для граждан, инвестирующих свои средства на финансовом рынке. Одним из источников выплат гражданам предусматривается компенсационный фонд, который будет формироваться за счет взносов профессиональных участников рынка ценных бумаг, оказывающих услуги гражданам, и в случае недостаточности этих средств будет рассматриваться возможность использования государственных средств на соответствующие цели.

Интересен вопрос о том, является ли физическое лицо, осуществляющее инвестиции на рынке ценных бумаг, *потребителем* в рамках законодательства о защите прав потребителей. Вопрос логичен, если учесть особое внимание, оказываемое органами государственной власти именно инвесторам – физическим лицам[728], а также отсутствие четкого определения инвестора в действующем законодательстве. Квалификация инвесторов в качестве потребителей может иметь довольно серьезные последствия. В частности, потребители освобождаются от уплаты государственной пошлины по искам,

связанным с нарушением их прав, они вправе самостоятельно определять суд, в котором будет рассматриваться их требование[729]

Согласно действующему законодательству, потребителем является гражданин, имеющий намерение заказать или приобрести либо заказывающий, приобретающий или использующий товары (работы, услуги) исключительно для личных, семейных, домашних и иных нужд, *не связанных с осуществлением предпринимательской деятельности*[730]. Физическое лицо также может приобрести ценные бумаги для нужд, не связанных с предпринимательством. К тому же в отдельных инвестиционных сферах, например, в сфере жилищного строительства уже применяется Закон о защите прав потребителей[731].

Однако, несмотря на указанные обстоятельства, вряд ли можно согласиться с распространением на физических лсд, осуществляющих инвестиции на рынке ценных бумаг, положений законодательства о защите прав потребителей. Если необходимость приобретения квартиры еще можно обосновать личными и семейными нуждами, то аналогичный довод вряд ли будет уместен применительно к ценным бумагам. Приобретение ценных бумаг напрямую связано с такой целью, как получение прибыли, что соответствует определению инвестиций. Данная позиция подтверждается и в научной литературе[732].

В отличие от физических лиц, специальное правовое регулирование **юридических лиц,** осуществляющих инвестиции на рынке ценных бумаг, как правило, не проводится. Но и здесь есть исключения. Например, для таких разновидностей некоммерческих организаций, как *государственная корпорация и государственная компания* можно выделить следующие *особенности:*

1) инвестированию подлежат таль ко временно свободные средства;

2) установлены принципы инвестирования, к их числу относятся возвратность, прибыльность и ликвидность приобретаемых активов (объектов инвестирования).

Отдельные особенности процесса инвестирования устанавливаются Правительством Российской Федерации[733]: перечень разрешенных объектов инвестирования, порядок и условия инвестирования, порядок и механизмы контроля над инвестированием, порядок совершения сделок, формы отчетов об инвестировании, порядок предоставления и раскрытия этих отчетов.

Высший орган управления государственной корпорации или

государственной компании определяет предельный объем инвестируемых средств, порядок принятия решений об инвестировании. Этот орган вправе установить дополнительные ограничения и требования в отношении операций по инвестированию.

В 2012 году в России был принят новый нормативный акт, призванный улучшить правовое регулирование положения инвесторов. Речь идет о Федеральном законе от 28 ноября 2011 года № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе». Предполагалось, что закрепленная законом разновидность договора простого товарищества поможет совместно осуществлять на основании договора инвестиционного товарищества деятельность по приобретению и (или) отчуждению *не обращающихся на организованном рынке* акций (долей); облигаций хозяйственных обществ, товариществ; финансовых инструментов срочных сделок, а также долей в складочном капитале хозяйственных партнерств. Пока положения данного закона используются достаточно редко, на практике известно лишь несколько случаев создания инвестиционных товариществ [734].

Инвестиционное товарищество получило наибольшее распространение в практике иностранных юрисдикций. Вот что отмечает К. Григорьев об их использовании за рубежом[735], например, в Германии соответствующий правовой механизм обозначен как Kommanditgesellschaft и предусмотрен §§ 161 – 177a Торгового кодекса Германии. Данные партнерства, согласно немецкому праву, имеют необычный статус – статус соглашения о партнерстве. Они не являются напрямую юридическими лицами, хотя и обладают подобными чертами. В частности, партнерство может быть субъектом процедуры банкротства, выступать в суде от своего имени, иметь собственных кредиторов, вправе приобретать имущество, которое будет принадлежать ему же, а также регистрироваться в особом коммерческом реестре.

В Великобритании подобный инвестиционный механизм определен в форме limited partnership, установленной Актом о партнерствах с ограниченной ответственностью от 1907 года. В Англии эти партнерства не относятся к отдельным юридическим лицам (separate legal entity), однако в Шотландии они

обладают т. н. юридической личностью (corporate personality). Как и в Германии, к limited partnerships применяются общие правила о партнерствах, а также выделяются управляющие (general partners) и неуправляющие партнеры (limited partners).

Интересной формой limited partnership в США является master limited partnership, предназначенная для торговли на рынке ценных бумаг. Такие партнерства сочетают в себе налоговые преимущества limited partnership и возможность воспользоваться выгодой от ликвидности биржевых ценных бумаг.

2. Институциональные инвесторы.

Институциональный инвестор, выступая финансовым посредником, наоборот, аккумулирует средства индивидуальных инвесторов и осуществляет инвестиционную деятельность от своего лица[736]. *Институциональные инвесторы* являются основой современной экономики, так как позволяют аккумулировать огромные ресурсы для последующего инвестирования на финансовом рынке. За последние десятилетия вовлеченность этой группы инвесторов в процессы, происходящие на мировом финансовом рынке, заметно выросла.

Наравне с термином *институциональный инвестор* используются такие понятия, как *коллективный инвестор* и *коллективные инвестиции,* в значении которых подчеркивается, что для инвестирования необходимо объединить средства нескольких лиц.

По оценке отдельных исследователей, *доля акций, принадлежащих институциональным инвесторам,* в публичных компаниях США постоянно роста и составила 16 % в 1965 году, 47 % в 1987 и затем 57 % в 1994[737]. В **Великобритании** наблюдалась аналогичная картина. Если в 1957 году им принадлежало только 9 % от общего числа акций, торговавшихся на Лондонской фондовой бирже, то в 1975 году они составили 33 %, а в 1991 -51 % [738].

Именно институциональные инвесторы оказали решающее воздействие на развитие корпоративного управления в публичных акционерных обществах, добиваясь расширения прав акционеров на управление на протяжении 1980-90-х годов. Кроме того, благодаря слаженным действиям крупнейших пенсионных фондов США с 1991 по 1993 годы сменились неэффективные руководители таких компаний, как American Express, IBM, Kodak и General Motors, были пересмотрены подходы к оплате труда глав компаний: замена принципа «плата за размер» (pay-for-size) на

принцип «плата за результат» (pay-for-performance)[739].

В начале XXI века с учетом постоянно возникающих корпоративных скандалов, а также потрясений на финансовых рынках получили развитие альтернативные взгляды на создание, управление и регулирование институциональных фондов. В частности, речь идет о **религиозных и социально-ответственных инвестиционных фондах.** В первом случае деятельность институциональных инвесторов осуществляется с учетом имеющихся религиозных постулатов, во втором случае – норм морали и нравственности. В специальной литературе даже появился общий термин, обозначающий осуществление финансовых операций сучетом положений одной из трех мировых религий (Иудаизм, Христианство или Ислам), – «Авраамическое» финансирование» («Abrahamic» finance). Ярким примером являются Католические инвестиционные фонды, которые руководствуются такими основными принципами: воздержание от инвестиций в ценные бумаги компаний, связанных с абортами и классифицируемых как «анти-семейные» (например, распространители порнографических материалов)[740]. По состоянию на конец 2012 года, чистые активы крупнейших в США католических взаимных фондов «Аве Мария» (Ave Maria Catholic Values Fund) составили порядка $1 млрд[741].

Первые фонды *социально ответственных инвестиций (СОИ),* или этические фонды, стали появляться в зарубежной практике в 70-80-х годах XX века и отличались тем, что не инвестировали в компании, получающие доходы от деятельности в странах военных действий, от продажи и распространения оружия, табачной, алкогольной продукции, а также использующие тяжелый детский труд. Этические фонды инвестировали преимущественно в компании, связанные со здравоохранением, образованием, производством товаров, улучшающих качество жизни. Количество фондов росло, появлялись другие участники рынка СОИ, расширялся перечень инструментов СОИ (банковские продукты, венчурные фонды). В настоящее время сегмент СОИ представлен на финансовых рынках почти во всех регионах мира: в Америке (США, Канаде, Бразилии), в Европе, в Австралии, в Азии [742].

Широко обсуждается и проблема *альтернативных способов регулирования институциональных инвесторов и инвестиционных банкиров,* например, на основе норм морали и нравственности, предостерегающих руководителей таких организаций от определенных действий, которые, тем не менее, разрешены в законодательстве. Отдельные авторы даже предлагают особые критерии для выявления ответственных сделок (responsible transactions): четко выраженная социальная польза сделки, соразмерность риска и социальной пользы сделки, ответ на вопрос, кто несет риски, и т. д. [743]

Кроме того, анализируется проблема поведения институциональных инвесторов. Насколько участились случаи, когда они вместо того, чтобы управлять имеющимися активами в пользу бенефициаров, все чаще принимают решения в интересах иных лиц. Когда речь идет о пенсионных фондах, созданных профсоюзами США, высказываются опасения о влиянии на управленческие решения социальных и политических целей руководства профсоюзов[744].

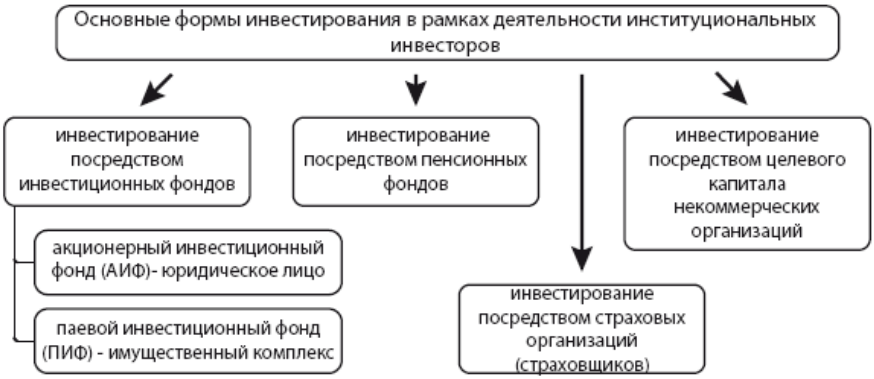
В рамках деятельности *институциональных инвесторов* в соответствии с действующим законодательством можно выделить следующие **основные формы инвестирования**[745]**:**

1) посредством инвестиционных фондов;

2) посредством пенсионных фондов;

3) посредством страховых организаций (страховщиков);

4) посредством целевого капитала некоммерческих организаций.


Основные формы инвестирования в рамках деятельности институциональных инвесторов
инвестирование посредством инвестиционных фондов
инвестирование посредством пенсионных фондов
инвестирование посредством целевого капитала некоммерческих организаций
акционерный инвестиционный фонд (АИФ)- юридическое лицо
паевой инвестиционный фонд (ПИФ) - имущественный комплекс
инвестирование посредством страховых организаций (страховщиков)

1. Инвестирование посредством инвестиционных фондов.

Данная форма инвестирования регулируется Законом об инвестиционных фондах и является базовой для осуществления коллективных инвестиций.

> Как отмечает А. Е. Абрамов[746], привлекательность инвестиционных фондов определяется тем фактом, что они предоставляют инвесторам уникальные *экономические преимущества.* Объединяя средства множества инвесторов, инвестиционные фонды порождают эффект*«экономии масштаба»*, т. е. сокращения условно-постоянных расходов инвесторов по управлению их инвестиционными ресурсами и транзакционных издержек при купле-продаже ценных бумаг и иных объектов на каждый рубль инвестиций. С помощью инвестиционных фондов для мелких инвесторов снижаются пороговые требования для входа на рынок капиталоемких объектов инвестирования. Например, объекты недвижимости в большинстве случаев недоступны для индивидуальных мелких инвесторов, а объединение средств множества мелких инвесторов в одном инвестиционном фонде (в случаях, предусмотренных законодательством) позволяет инвестировать в такие объекты.

Согласно ст. 1 Закона об ИФ, **инвестиционный фонд** – это находящийся в собственности *акционерного общества* либо в *общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс,* пользование и распоряжение которым осуществляется управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого общества или учредителей доверительного управления.

В соответствии с приведенным определением существует две *разновидности инвестиционных фондов:*

1) акционерный инвестиционный фонд (АИФ);

2) паевой инвестиционный фонд (ПИФ).

В первом случае в качестве **акционерного инвестиционного фонда** выступает специальное юридическое лицо, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, перечень которых четко определен в законодательстве [747].

Следует подчеркнуть, что *деятельность акционерного инвестиционного фонда ограничена* целым комплексом положений законодательства[748]:

1) АИФ может быть создан исключительно в форме открытого акционерного общества;

2) фирменное наименование общества должно содержать слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд»;

3) АИФ не вправе осуществлять иные виды предпринимательской деятельности, кроме инвестирования имущества в ценные бумаги и иные объекты, указанные в законодательстве;

4) АИФ вправе осуществлять свою деятельность только на основании специального разрешения (лицензии);

5) размер собственных средств АИФ должен соответствовать требованиям, установленным ФСФР на дату получения лицензии[749];

6) акционерами АИФ не могут являться специализированный депозитарий, регистратор, аудиторская организация, а также оценщик (физическое или юридическое лицо), если указанные лица заключили соответствующие договоры с этим акционерным инвестиционным фондом;

7) АИФ обязан иметь сайт в сети Интернет, электронный адрес которого включает доменное имя, права на которое принадлежат этому фонду;

8) АИФ не вправе размещать иные ценные бумаги, кроме обыкновенных именных акций, при этом они могут оплачиваться только денежными средствами или имуществом, предусмотренным инвестиционной декларацией самого общества.

По сравнению с АИФ **паевые инвестиционные фонды** намного чаще используются на практике в целях осуществления коллективных инвестиций[750].

Особенностью данной разновидности инвестиционных фондов является то, что *ПИФ не является юридическим лицом.* Фактически **паевой инвестиционный фонд** представляет собой

обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями. При этом доверительное управление осуществляется с условием объединения указанного имущества, к которому также добавляется имущество, полученное в процессе такого управления. Доля в праве собственности на имущество, образующее паевой инвестиционный фонд, удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

Исходя из требований законодательства, название ПИФ должно указывать, что он относится к одной из следующих **категорий фондов:**

– фонд денежного рынка;
– фонд облигаций;
– фонд акций;
– фонд смешанных инвестиций;
– фонд прямых инвестиций;
– фонд особо рисковых (венчурных) инвестиций;
– фонд фондов;
– рентный фонд;
– фонд недвижимости;
– ипотечный фонд;
– индексный фонд (с указанием индекса);
– кредитный фонд;
– фонд товарного рынка;
– хедж-фонд;
– фонд художественных ценностей[751].

О. Р. Зайцев обозначает следующую проблему: в связи с обособлением имущества в составе ПИФа возникает вопрос о так называемой персонификации фонда[752]. Несмотря на то, что в законе прямо указано, что ПИФ не является юридическим лицом, можно сделать вывод о том, что он вообще не является субъектом гражданского права. Однако, как отмечает исследователь, в литературе можно встретить упоминания о персонификации ПИФа[753] или о том, что ПИФ является субъектом со смешанным статусом[754].

> О. Р. Зайцев не соглашается с указанными точками зрения и отмечает, что действительно, у ПИФа имеется название. При этом, казалось бы, если наличие имени или его аналога является обязательным для субъекта права, то большинство объектов права названия не имеют. В то же время ряд объектов права все-таки могут обладать индивидуальным обозначением (например, дома на улице, квартиры в доме, усадьбы или дворцы),

что, конечно же, не наделяет их правосубъектностью. Кроме того, исследователь отмечает, что попытки описать ПИФ, опираясь на конструкцию юридического лица, заведомо лишены смысла, ибо в российском праве уже есть модель инвестиционного фонда, являющегося юридическим лицом, – это АИФ.

При анализе паевых инвестиционных фондов необходимо обратить внимание и на такую разновидность коллективного инвестирования, осуществляемого кредитными организациями, как **общие фонды банковского управления (ОФБУ).** По своей сути инвестирование средств через ОФБУ, если не считать некоторых исключений, аналогично ПИФам (в обоих случаях осуществляется доверительное управление имуществом нескольких лиц). В то же время деятельность ОБФУ регламентируется актами Банка России. Прежде всего, инструкцией «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации»[755]. Однако в 2012 году было принято решение отказаться от особого регулирования коллективного инвестирования, осуществляемого кредитными организациями: указанная Инструкция утратила свою силу с 1 января 2013 года [756].

Кризис обострил проблемы, имеющиеся в сфере ОФБУ[757]. Например, достоянием гласности стало возникшее недовольство клиентов «Юниаструм Банка»[758]. Они обращали внимание контролирующих органов на то обстоятельство, что с начала сентября 2008 года «Фонд нефти удвоенный» подешевел на 50,7 %, а нефть Brent на ICE – на 5,4 %; фонд золота – на 57,5 %, при этом индекс цены на золото на LBMA повысился на 9,б%[759]. В декабре 2008 года ФСФР приостановила действие лицензии банка на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами. Основанием для этого стал ряд грубых нарушений законодательства о ценных бумагах, обнаруженных ФСФР в ходе проверки банка, проведенной с октября по декабрь. В сообщении регулятора отмечалось, что «Юниаструм Банк» не вел обособленный учет денежных средств пайщиков и ценных бумаг по каждому из договоров доверительного управления. Кроме того, банк совершал маржинальные и необеспеченные сделки, а также гарантировал доходность инвестиций [760].

2. Инвестирование посредством системы пенсионных фондов.

Во всем мире пенсионные фонды являются одними из ведущих институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг. В России средства пенсионных накоплений инвестируются либо *Пенсионным фондом Российской Федерации,* либо *негосударственными пенсионными фондами.*

Основные нормативные акты, регулирующие инвестирование в пенсионной сфере:

– Федерадьный закон от 15 декабря 2001 года № 167-ФЗ «Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации»;

– Федеральный закон от 24 июля 2002 года № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации»;

– Федеральный закон от 30 ноября 2011 года № 360-ФЗ «О порядке финансирования выплат за счет средств пенсионных накоплений»;

– Федеральный закон от 17 декабря 2001 года № 173-ФЗ «О трудовых пенсиях в Российской Федерации»;

– Федеральный закон от 7 мая 1998 года № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах».

Учитывая общественную значимость пенсионной системы, действующее законодательство тщательно регулирует порядок и особенности инвестирования пенсионных накоплений. Например, устанавливается закрытый перечень объектов инвестирования (государственные ценные бумаги РФ, акции российских открытых акционерных обществ, ипотечные ценные бумаги и т. д.)[761].

Разовые пожертвования
Разовые пожертвования
Разовые пожертвования
целевой капитал
Профессиональные управляющие активами
Инвестирование средств
Получение прибыли
Использование средств в некоммерческих целях (финансирование школ, медицины, культуры...)
Дальнейшая независимость от пожертвований

Принцип работы эндаумент-фондов

3. Инвестирование посредством страховых организаций (страховщиков).

Страховщики, наряду с пенсионными фондами, аккумулируют значительные средства для инвестирования. Данное право закреплено за страховыми организациями действующим законодательством[762]. Как и в других случаях, процесс осуществления институциональных инвестиций подлежит четкой регламентации со стороны государства[763].

Стоит подчеркнуть, что инвестирование страховых резервов и других активов страховщиков – это, прежде всего, способ обеспечения финансовой устойчивости страховщика для покрытия обязательств по убыткам. При этом в России, в отличие от других юрисдикций, инвестирование традиционно не рассматривается как дополнительный источник прибыли. Данное обстоятельство объясняется высокой долей остающейся премии у страховых организаций, что позволяет не заниматься поисками вариантов доходного и надежного размещения активов[764].

4. Инвестирование посредством целевого капитала некоммерческих организаций.

Развитие дополнительных способов финансирован гы некоммерческих организаций, прежде всего, учебных заведений, очень важно для современного российского общества. К их числу относятся **целевые капиталы некоммерческих организаций,** или, как они обозначаются в зарубежной практике, **эндаументы.**

Суть рассматриваемой схемы инвестирования состоит в том, что часть имущества некоммерческой организации, которая формируется и пополняется за счет пожертвований и (или) за счет имущества, полученного по завещанию, а также за счет неиспользованного дохода от доверительного управления указанным имуществом, передается в доверительное управление управляющей компании в целях получения дохода, используемого для финансирования уставной деятельности такой некоммерческой организации или иных некоммерческих организаций[765].

Особое значение эндаументы приобрели в США и Великобритании как альтернативный источник финансирования системы образования. К сожалению, в нашей стране пока развитие эндаументов находится в самом начале.

> В некоторой степени проблема внедрения эндаументов возникает из-за отдельных российских особенностей. Как отмечает А. В. Леонов[766], на

финансирование вуза идет не капитал эндаумента, а лишь полученный от него доход, поэтому, чтобы эффект от эндаумента был заметен, необходим достаточно высокий размер капитала. Очевидно, что аккумулировать такой капитал возможно только в течение довольно продолжительного времени, а до достижения этой величины эндаумента издержки на его формирование будут покрываться из текущих доходов вуза, которые и так невелики. Это дополнительно уменьшает привлекательность эндаументов для российских вузов. Руководителям вузов в ряде случаев выгоднее сразу направить полученные от благотворителей средства на решение текущих задач, а не ждать, пока накопится значительный капитал. Поэтому даже активно занимающиеся привлечением средств ректоры не заинтересованы в формировании из них эндаумента.

III. По принадлежности к публично-правовым образованиям.

Вопрос о роли государства как инвестора на рынке ценных бумаг традиционно вызывает большое количество споров и дискуссий. Действительно, обладая серьезными финансовыми ресурсами и имея возможность осуществлять контрольно-надзорные функции, публично-правовые образования приобретают привилегированное положение на инвестиционном рынке по сравнению с иными группами инвесторов.

В новой России инвестиционная активность государства на рынке ценных бумаг начата развиваться с появлением рыночных отношений в 90-е годы прошлого столетия. В п. 3 Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью, принятого еще в СССР[767], было отмечено, что «участниками общества могут быть предприятия, учреждения, организации, государственные органы».

Вскоре в юридическом обороте появились и так называемые государственные и смешанные предприятия, которые были популярны в 1920-е годы. В законе РСФСР от 25 декабря 1990 года № 445-1 *«О предприятиях и предпринимательской деятельности»,* в котором к предприятиям относились акционерные общества открытого типа (ст. 12), отмечалось следующее: в РСФСР могут создаваться предприятия как основанные исключительно на государственной собственности, так и предприятия смешанной формы собственности (ч. 2 и 3 ст. 5).

Впоследствии после начала приватизации государственного имущества вместе с акционерными компаниями стало расти и количество обществ с государственным участием.

> В советский период на страницах специальной литературы не прекращались споры о возможности признания союзных республик субъектами права собственности, равного по объему праву союзного государства [768]. В настоящее время не ставится под сомнение самостоятельность субъектов Федерации в вопросе осуществления прав относительно принадлежащей им собственности. В действующем законодательстве четко закреплено следующее: *Российская Федерация, субъекты РФ (республики, края, области, города федерального значения, автономная область, автономные округа, а также городские, сельские поселения и другие муниципальные образования) выступают в отношениях, регулируемых гражданским законодательством,* ***на равных началах*** *с иными участниками этих отношений – гражданами и юридическими лицами*[769]. В соответствии со ст. 71–73 Конституции РФ на федеральном уровне решаются вопросы управления федеральной собственностью, а управление государственной собственностью субъекта РФ находится в ведении субъекта РФ. В связи с самостоятельностью в имущественной сфере каждый субъект федерации автономен в определении подходов к управлению собственностью, что находит свое отражение в ст. 71–73 Конституции РФ. Таким образом, на федеральном уровне решаются вопросы управления федеральной собственностью, а управление государственной собственностью субъекта РФ составляет предмет ведения данного публично-правового образования.

Вследствие особенностей действующего законодательства, регламентирующего правовой режим государственного имущества, участие государства в инвестиционной деятельности[770], как правило, осуществляется *не напрямую, а косвенно,* посредством специально создаваемых для этих целей юридических лиц [771].

> Говоря об имеющихся ограничениях на прямое осуществление инвестиционной деятельности государства, отметим следующие важные моменты. В

настоящее время ст. 25 Закона о приватизации предусматривает два способа приобретения акций: в результате учреждения открытых акционерных обществ и в ходе размещения дополнительных акций при увеличении уставных капиталов данных обществ[772]. Важен вопрос, вправе ли государство покупать ценные бумаги, становиться участником компании, приобретая акции в собственность или учреждая общество не в рамках законодательства о приватизации? Очевидно, если бы законодатель имел намерение разрешить свободное участие в акционерных обществах публично-правовым образованиям, вряд ли в законодательстве о приватизации устанавливалась бы сложная и детальная процедура такого участия.

При этом, как отмечает Д. В. Ломакин, громоздкая процедура приватизации всегда будет менее предпочтительна, чем простое приобретение акций в общегражданском порядке[773]. Более того, в ст. 1 Закона о приватизации указано, что под **приватизацией** государственного имущества понимается возмездное отчуждение имущества, находящегося в собственности Российской Федерации и ее субъектов в собственность физических и (или) юридических лиц. Когда государство вносит вклад в уставный капитал акционерного общества или приобретает на открытом рынке акции и иные ценные бумаги, третьим лицам переходят средства именно публично-правового образования. А значит, такая передача возможна только в случаях, установленных законом, и, прежде всего, Законом о приватизации. Иначе в упрощенном порядке в акционерные общества будет выведена государственная собственность, которая в результате различных сделок выйдет из-под контроля даже вновь созданных юридических лиц, государству же останутся только записи на лицевых счетах в реестрах акционеров.

Несмотря на имеющиеся ограничения, государство может напрямую выступать на рынке ценных бумаг в качестве инвестора при помощи такого института, как **бюджетные инвестиции** – бюджетные средства, направляемые на создание или увеличение за счет средств бюджета стоимости государственного (муниципального) имущества[774].

Об этом институте упоминается в законе РСФСР *«Об основах бюджетного устройства и бюджетного процесса в РСФСР»* (ст. 14)

и Указа Президента РФ от 17 сентября 1994 года № 1928 «О частных инвестициях в Российской Федерации».

В данных нормативных актах устанавливается, что передача бюджетных денег предполагает возмездность выделения таких средств в виде возникновения права государственной собственности на эквивалентную часть акций финансируемого юридического лица.

В настоящее время п. 1 ст. 80 Бюджетного кодекса предусматривает, что бюджетные средства предоставляются, в том числе и акционерным обществам, только в случае возникновения права государственной или муниципальной собственности на эквивалентную часть их уставных капиталов.

При этом бюджетные инвестиции осуществляются исключительно на основании договора, который заключается между соответствующим публично-правовым образованием и юридическим лицом, получающим государственные ассигнования.

В целях борьбы с финансовым кризисом в конце 2008 года был установлен упрощенный порядок осуществления бюджетных инвестиций[775]. До 1 января 2010 года для их предоставления в Законе о бюджете не требовалось специального указания ни объемов, ни целей, ни даже получателя средств.

Использование на практике института бюджетных инвестиций должно сопровождаться пониманием **необходимости соблюдения ограничений,** установленных акционерным законодательством.

Следует учитывать, что нахождение у акционерного общества собственных акций не является обычным явлением. Общество не вправе приобретать собственные акции в общегражданском порядке на открытом рынке. Как правило, акции поступают в собственность акционерного общества либо по требованию акционеров[776], либо на основании решения соответствующего органа общества[777]. При этом акционерное законодательство не поощряет приобретение юридическим лицом своих акций[778].

Кроме того, общество не вправе принимать решение о приобретении акций, если номинальная стоимость акций, находящихся в обращении, составит менее 90 % от уставного капитала[779].

Если учитывать указанные ограничения, а также невозможность общества потребовать от акционеров обязательной продажи акций, то возникает риск

неисполнения обязательства акционерного общества по передаче своих акций в собственность публично-правового образования. Помимо этого, даже если акционеры не возражают против продажи акций обществу, последнее не сможет исполнить свое обязательство в короткие сроки из-за необходимости соблюдения длительной и многоступенчатой процедуры, сопровождающей приобретение акций. Также нельзя не принимать во внимание то обстоятельство, что общество обязано приобретать свои акции по рыночной стоимости. Однако бюджетные инвестиции ведут к повышению стоимости активов, что повышает и капитализацию компании, а, следовательно, влечет рост стоимости акций. Таким образом, существует риск направления значительной части полученных бюджетных ассигнований не на развитие компании, а на покупку обществом собственных акций! В подобной ситуации в выигрыше оказываются акционеры, которые фиксируют прибыль от продажи акций, а в проигрыше – само общество, ведь оно так и не получило необходимого инвестирования для своего развития, а также государство, предоставившее бюджетные средства и принявшее взамен акции компании, капитализация которой так и не выросла.

Учитывая указанные обстоятельства и возможность злоупотреблений в связи с предоставлением бюджетных инвестиций в упрощенном порядке, в условиях финансового кризиса[780] целесообразно пересмотреть ст. 80 Бюджетного кодекса.

Необходимо изменить порядок заключения договора, в котором оформляется передача бюджетных средств, – добавить в него в качестве контролирующей стороны крупных акционеров общества. Именно они должны взять на себя обязательство по безвозмездной передаче публично-правовому образованию всех или части принадлежащих им акций[781]. Общество же в соответствии с заключаемым договором, прежде всего, должно принять на себя обязательство по целевому расходованию полученных средств. Таким образом, оно будет избавлено от необходимости приобретать собственные акции на открытом рынке, а бюджетные средства не будут направлены на выкуп акций у акционеров.

Может возникнуть вопрос, *а зачем акционерам*

безвозмездно передавать принадлежащие им акции, какой у них здесь интерес? Если акционер передает лишь часть акций, то появляется возможность повысить капитализацию общества за счет государственных средств при сохранении доли в уставном капитале (снижение количества принадлежащих акционеру акций может спровоцировать увеличение их стоимости на рынке). Передача в собственность государства всех акций, принадлежащих акционеру, может говорить о сложной финансовой ситуации в обществе, обусловленной в том числе и экономическим кризисом. В подобной ситуации акционер, чтобы избежать банкротства компании и рисков, связанных со своим привлечением к ответственности по долгам общества, вполне может на безвозмездной основе передать акции государству.

Чаще всего государство выступает в качестве инвестора на рынке ценных бумаг в **косвенном порядке,** что проявляется в двух случаях:

1) при нахождении в собственности публично-правового образования доли в уставном капитале, позволяющей контролировать принятие решений данным обществом, которое, в свою очередь, осуществляет инвестиционную деятельность[782];

2) наличие иных обстоятельств, способствующих установлению контроля государства над процессом принятия решений юридическим лицом, которое выступает в качестве инвестора на рынке ценных бумаг.

Первый способ представляет особый интерес ввиду изменения особенностей осуществления инвестиционной политики Российской Федерации в связи с попытками принятия нормативной базы для деятельности такой организации, как открытое акционерное общество Росфинагентство[783]. При этом предполагается, что вновь создаваемому акционерному обществу могут передаваться в доверительное управление средства Фонда национального благосостояния[784].

Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 годы. URL: http:// base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

О необходимости создания **специализированного финансового института** в виде отдельного юридического лица, осуществляющего реализацию на финансовых рынках государственной политики в сфере управления государственным долгом и суверенными фондами России, говорилось уже давно. Это указывалось в таком документе, как «Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 годы»[785]. При этом планировалось, что деятельность Росфинагентства будет направлена на эффективное обеспечение интересов России как суверенного заемщика посредством размещения государственных ценных бумаг, проведения активных операции на международном и национальном финансовом рынке для целенаправленного воздействия на структуру и объем государственного долга, осуществления постоянного информационного взаимодействия с международными рейтинговыми агентствами, иностранными и отечественными инвесторами для формирования адекватного восприятия ими кредитного риска России.

Существуют и иные юридические лица, созданные в форме открытых акционерных обществ, деятельность которых направлена на инвестиции в определенные сферы. Например,

ОАО «Российская венчурная компания» и ОАО «РОСНАНО» осуществляют инвестиции в высокотехнологичные сферы экономики, приобретая акции.

Косвенное участие публично-правовых образований в инвестиционной деятельности возможно посредством следующих юридических лиц:

1) унитарные предприятия[786];

2) государственные учреждения;

3) государственные корпорации и государственные компании,

4) Центральный Банк Российской Федерации.

Давайте разберемся, можно ли говорить о косвенном государственном участии применительно к каждому из вышеперечисленных юридических лиц.

Как известно, **унитарные предприятия** не являются собственниками закрепленного за ними имущества и поэтому не могут распоряжаться им в полном объеме[787], данное положение регламентируется множеством норм[788].

Собственник имущества, в свою очередь, может опосредованно контролировать унитарное предприятие, назначая и освобождая от должности его руководителя, а также согласовывая прием сотрудников на должность главного бухгалтера[789].

Принимая во внимание то обстоятельство, что режим хозяйственного ведения наделяет унитарное предприятие большим объемом прав по отношению к закрепленному за ним имуществом, именно ФГУП и ГУП может осуществлять инвестиционную деятельность на рынке ценных бумаг. При имеющемся контроле решение об участии унитарного предприятия в акционерном обществе либо о распоряжении акциями принимается только с согласия собственника имущества[790]. В то же время по общему принципу распоряжение ценными бумагами осуществляется указанными унитарными предприятиями самостоятельно, конечно, если иное не предусмотрено законодательством либо уставом самого юридического лица[791]. Примером нормативного ограничения распоряжения ценными бумагами является положение о том, что осуществление прав в отношении ценных бумаг юридических лиц, находящихся за пределами России, происходит в порядке, определенном Правительством РФ[792].

> Анализируя эффективность участия государства в инвестиционной деятельности посредством унитарных предприятий, рассмотрим такую ситуацию, сложившуюся во ФГУП «ВО„Станкоимпорт“», которая

была выявлена по результатам проведенной проверки Счетной палаты РФ[793]. Произошло нарушение постановления Правительства Российской Федерации от 5 января 1995 года № 14 «Об управлении федеральной собственностью, находящейся за рубежом»: в уставный капитал вновь созданного акционерного общества ОАО «ВО „Станкоимпорт“» путем приватизации ФГУП «ВО „Станкоимпорт“» были включены финансовые активы (акции, паи и облигации) 19 акционерных компаний, созданных за рубежом за счет государственных средств. Кроме этого, было выявлено нарушение распоряжения Правительства Российской Федерации от 2 апреля 2002 года № 454-р «О прекращении участия федеральных государственных унитарных предприятий и федеральных государственных учреждений в уставных капиталах кредитных организаций»: из-за отсутствия со стороны Минимущества России соответствующих мер по координации и контролю не было прекращено участие ФГУП «ВО „Станкоимпорт“» в уставных капиталах кредитных организаций. Следовательно, в казну Российской Федерации не были изъяты акции:

– «Московского народного банка» (Великобритания), приобретенные в 1967 году и оплаченные за счет средств государственного бюджета в сумме, эквивалентной 786 тыс. фунтов стерлингов (42027 тыс. рублей – 0,545%уставного капитала);

– «Ост-Вест-Хандельс Банка» (Германия), приобретенные в 1984 году и оплаченные за счет средств государственного бюджета в сумме, эквивалентной 3272 тыс. евро (117142,2 тыс. рублей – 4,92 % уставного капитала).

Пакеты акций указанных банков были включены в уставный капитал вновь созданного ОАО «ВО „Станкоимпорт“» и проданы в 2006 году за 7,2 тыс. рублей и 100 тыс. евро соответственно. Что характерно, инвестиционные вложения ФГУП «ВО „Станкоимпорт“» в уставные капиталы иностранных юридических лиц не переоценивались и учитывались в бухгалтерском балансе предприятия по первоначальной стоимости, т. е. в ценах на дату приобретения актива.

Регулирование **государственных учреждений** имеет много общего с унитарными предприятиями, несмотря на то, что учреждения относятся к некоммерческим организациям.

Государство, как и в случае с унитарными предприятиями, достаточно жестко контролирует расходование средств и распоряжение имуществом, закрепленным за учреждениями на праве оперативного управления[794] (хотя в ряде случаев учреждения имеют больше прав по распоряжению имуществом).

Все государственные учреждения делятся на два вида: *бюджетные и автономные.* Для нас, прежде всего, интересна возможность участия указанных лиц в уставных капиталах акционерных обществ.

Автономные государственные учреждения (сравнительно новая разновидность)[795] имеют возможность учреждать акционерные общества, а также приобретать акции у третьих лиц.

Правда, для этого необходимо предварительно получить рекомендации наблюдательного совета автономного учреждения при последующем согласии учредителя[796].

Следует особо подчеркнуть, что согласие учредителя необходимо получать даже в том случае, если в уставный капитал передается имущество, не закрепленное за учреждением его учредителем и не приобретенное за счет средств, выделенных учредителем на приобретение этого имущества [797].

Для учреждений существует упрощенный порядок участия в акционерных обществах[798]. Например, для бюджетных научных и образовательных учреждений не требуется согласия собственника имущества для создания общества, деятельность которых заключается в практическом применении (внедрении) результатов интеллектуальной деятельности. Необходимо отметить, что распоряжение акциями осуществляется только с предварительного согласия соответствующих собственников.

Необходимо отметить, что, несмотря на сложную процедуру, публично-правовые образования имеют возможность контролировать процесс принятия решений учреждением, например, при помощи назначения и отстранения от должности руководителя учреждения[799], а также формирования наблюдательного совета[800].

Государственные корпорации и государственная компания, появившиеся в системе российских юридических лиц еще в 1999 году, лишь несколько лет назад получили широкое применение.

В отличие от автономных учреждений и унитарных предприятий, имущество, передаваемое государственной корпорации ее учредителем (Российской Федерацией), становится ее собственностью[801].

Кроме того, различные государственные корпорации участвуют в инвестиционной деятельности на рынке ценных

бумаг по собственному усмотрению, не запрашивая согласия со стороны Российской Федерации.

В ряде случаев государство имеет возможность установления критериев участия государственной корпорации в инвестиционной деятельности.

Наиболее активным участником инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг среди государственных корпораций является Внешэкономбанк. Именно он активно приобретает ценные бумаги на организованном рынке в рамках управления временно свободными средствами. Это право подтверждается нормативными актами различного уровня[802]. Кроме того, Правительство РФ устанавливает основные направления и показатели его участия в уставных капиталах хозяйственных обществ[803].

Центральный Банк Российской Федерации по общему правилу не вправе приобретать акции других акционерных обществ[804]. Однако из этого правила есть несколько исключений:

1) участие Банка России в капитале Сберегательного банка Российской Федерации[805];

2) участие в иных организациях, включая акционерные общества, если они обеспечивают деятельность Банка России, его учреждений, организаций и служащих[806];

3) купля-продажа акций, определенных решением Совета директоров Банка России, при условии их допуска к обращению на организованных торгах [807].

4) участие в капиталах и деятельности международных организаций, которые занимаются развитием сотрудничества в денежно-кредитной, валютной, банковской сферах, в том числе между центральными банками иностранных государств[808].

Но финансовый кризис внес свои коррективы в полномочия Банка России относительно приобретения ценных бумаг. В частности, в целях поддержания курсовой стоимости отечественных ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке, Центробанк в октябре 2008 года был наделен правом приобретать ценные бумаги на организованном рынке[809]. Данное право осталось у него и в настоящее время.

IV. По наличию определенного опыта и квалификации.

Исходя из данного критерия, выделяются квалифицированные и неквалифицированные инвесторы.

Понятие «квалифицированный инвестор» появилось в законодательстве сравнительно недавно, в 2007 году[810]. Как отмечает Д. А. Вавулин, деление инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных не является чисто

российским «ноу-хау». Такого рода градация инвесторов широко используется и на развитых финансовых рынках. При этом в международной практике квалифицированными инвесторами признаются лица, *опыт и квалификация которых позволяют им адекватно оценивать риски, связанные с инвестициями* в те или иные фондовые инструменты, и самостоятельно осуществлять операции с ценными бумагами на основе таких оценок[811].

> Как отмечает А. В. Габов, именно «риск», причем риск достаточно большой, лежит в основе выделения этой группы инвесторов. В то же время разделять квалифицированных и неквалифицированных инвесторов по категории наличия / отсутствия риска неправильно. Критерием такой классификации инвесторов должен стать не просто риск, **а его качество.** Именно качество риска, а вернее, определенный позитивным правом повышенный уровень риска и есть тот критерий, который отличает квалифицированных инвесторов от всех остальных. Это и является основанием для установления особого правового режима инвестиций квалифицированными инвесторами. Но, к сожалению, никакого внятного определения такого качества риска в законодательстве не закреплено [812].

Очевидно, введение такой категории инвесторов направлено на стабилизацию рынка – сделки с определенными наиболее рисковыми финансовыми инструментами вправе совершать только лица, обладающие соответствующим опытом и знаниями, – а также на снижение издержек регулятора, который, перенося на квалифицированных инвесторов риски, связанные с инвестициями в указанные активы, может снизить (но не полностью от него отказаться!) контроль над соответствующим сегментом рынка.

Российское законодательство не содержит определения квалифицированного инвестора. Вместо этого используется *два подхода* отнесения участников фондового рынка к данной категории:

1) по фактическому включению в перечень квалифицированных инвесторов, содержащийся в законе;

2) по соответствию закрепленным в законодательстве критериям[813].

Исходя из *первого подхода,* закон[814] относит к *квалифицированным инвесторам* всех профессиональных участников рынка ценных бумаг, кредитные организации, значительную часть институциональных инвесторов (например,

страховые организации, управляющие компании инвестиционных фондов), инвесторов, находящихся под контролем государства (например, Внешэкономбанк, ОАО «РОСНАНО»), и иных лиц.

Исходя из второго подхода, в законе[815] установлена четкая процедура признания инвестора в качестве квалифицированного. Заинтересованное лицо обращается с заявлением к брокеру, управляющему или иному уполномоченному лицу, которые, проверив необходимые документы, принимают решение о признании лица в качестве квалифицированного инвестора или об отказе в этом. Заявитель приобретает новый статус с момента внесения записи в реестр, который ведется каждым уполномоченным лицом.

Важный момент, принимаемое решение должно содержать указание – в отношении каких видов услуг, видов ценных бумаг и (или) иных финансовых инструментов данное лицо признано квалифицированным инвестором. Перечень ценных бумаг и производных финансовых инструментов, предназначенных только для квалифицированных инвесторов, устанавливает ФСФР[816].

В иностранных юрисдикциях существуют различные аналоги российских квалифицированных инвесторов. Например, в США это accredited investors (аккредитованные инвесторы)[817], помимо которых, еще выделяются qualified institutional buyers (квалифицированные институциональные покупатели) [818]. В Японии рассматриваемые инвесторы обозначены как профессиональные инвесторы, наряду с которыми, действуют квалифицированные институциональные инвесторы[819]. В Великобритании применительно к процедуре публичного предложения используется термин Qualified Investors (квалифицированные инвесторы)[820]. Что касается Европейского Союза, то здесь в последнее время прошла унификация различных терминов, использовавшихся в официальных документах. Долгое время существовало несколько основных терминов: qualified investor (квалифицированный инвестор) и professional client / eligible counterparty (профессиональный клиент / приемлемый контрагент), причем использовались они в различных сферах и распространялись на различные группы инвесторов[821].

В первом случае[822] речь шла о размещении ценных бумаг для определенных групп лиц, во втором[823] – об особенностях продажи финансовых инструментов лицам,

обладающим специальными знаниями и навыками. В 2012 году произошли изменения, направленные на унификацию определений[824].

В единственном в России центральном депозитарии обслуживается широкий перечень финансовых инструментов, предназначенных для квалифицированных инвесторов[825]. В него входят облигации российских эмитентов и инвестиционные паи, корпоративные еврооблигации, иностранные государственные облигации, депозитарные расписки и акции иностранных эмитентов. Что характерно, среди подобных ценных бумаг российских эмитентов, обращающихся на организованном рынке, превалируют инвестиционные паи закрытых ПИФов недвижимости, хотя встречаются и облигации[826].

V. По месту нахождения.

На данному основанию инвесторов можно разделить на **российских и иностранных.**

Как известно, правовой режим деятельности иностранных инвесторов и использования полученной от инвестиций прибыли не может быть менее благоприятным, чем такой правовой режим, предоставленный российским инвесторам[827]. При этом законодатель четко определяет право иностранного инвестора в приобретении акций и иных ценных бумаг российских коммерческих организаций, а также государственных ценных бумаг[828].

Правда, из общих правил есть исключения, распространяющиеся, прежде всего, на иностранных инвесторов. Например, это касается приобретения акций т. н. «стратегических компаний»: иностранный инвестор должен получать предварительное согласие на совершение соответствующей сделки с ценными бумагами[829].

Кстати, долгое время деятельность созданной в иностранной юрисдикции компании на территории определенного государства не приветствовалась и требовала особого разрешения. Например, в 1863 году при обсуждении в Государственном совете проекта образования Англо-Русского банка широко обсуждался вопрос о деятельности этой компании в Российской Империи. Банк предполагалось основать в Англии, но действовать он должен был в России. В конце концов, Госсовет одобрил создание банка, но он так и не начал свою работу в связи с изменением планов его учредителей [830].

Как отмечает Л. Е. Шепелев[831], появление в России

иностранных компаний происходит в 60-е годы XIX века. В 1863 году была подписана первая конвенция о правовом положении в России учрежденных во Франции компаний. Затем взаимные конвенции были заключены с Бельгией и Германией (1865), Италией (1866), Австрией (1867), Англией (до 1874 года), Грецией (1887). Значение этих конвенций было разъяснено Министерством иностранных дел в 1878 году: за иностранными компаниями признавалась лишь правоспособность, для приобретения дееспособности требовалось получить разрешение российского правительства. В 1887 году была проведена регистрация всех действовавших в стране иностранных компаний. Компании, которые не имели утвержденные «условия деятельности», должны были ходатайствовать об их одобрении.

Следует отметить, что единого порядка для оформления деятельности иностранных компаний в России не появилось, соответствующее регулирование, применительно и к акционерным компаниям, осуществлялось на основе сепаратного законодательства. Кстати, к концу XIX века сложилась такая ситуация, когда для деятельности иностранных компаний были установлены даже более льготные условия, чем для отечественных.

Краткие выводы

1. Основное в содержании понятия «инвестор» составляет категория «вложение». Собственно инвестиции – это и есть вложение, капиталовложение. Таким образом, понятие «инвестор» раскрывается через понятия инвестиции и инвестиционной деятельности.

2. Наиболее существенные признаки инвестиций с позиции экономической науки:

1) потенциальная способность инвестиций приносить доход;

2) обычно процесс инвестирования связан с преобразованием части накопленного капитала в альтернативные виды активов экономического субъекта (предприятия);

3) в процессе осуществления инвестиций используются разнообразные инвестиционные ресурсы, которые характеризуются спросом, предложением и ценой;

4) целенаправленный характер вложения капитала в какие-либо материальные и нематериальные объекты (инструменты);

5) наличие срока вложения (этот срок всегда индивидуален, и определять его заранее неправомерно);

6) вложения осуществляются лицами, называемыми инвесторами, которые преследуют свои индивидуальные цели, не всегда связанные с извлечением непосредственной экономической выгоды;

7) наличие риска вложения капитала, поэтому достижение целей инвестирования всегда носит вероятностный характер.

3. Применительно к рынку ценных бумаг экономисты выделяют различные группы рисков, основными из которых являются следующие:

– предпринимательский риск;
– финансовый риск;
– риск, связанный с инфляцией;
– валютный риск;
– процентный риск;
– риск ликвидности.

4. Инвестиции являются объектом гражданских прав, вкладываемых в объект инвестиционной деятельности.

5. Существуют различные основания классификации инвесторов на рынке ценных бумаг:

1) в зависимости от целей инвестирования:

– стратегические инвесторы;
– портфельные инвесторы;

2) по направлению основной деятельности:

– индивидуальные инвесторы;

– институциональные инвесторы;

3) по принадлежности к публично-правовым образованиям:

– находящиеся под контролем публично-правового образования;

– не находящиеся под контролем публично-правового образования;

4) по наличию определенного опыта и квалификации:

– квалифицированные инвесторы;

– неквашфицированные инвесторы;

5) по месту нахождения:

– иностранные инвесторы;

– российские инвесторы.

6. Исходя из действующего законодательства, можно выделить следующие основные формы инвестирования в рамках деятельности институциональных инвесторов:

1) инвестирование посредством инвестиционных фондов;

2) инвестирование посредством пенсионных фондов;

3) инвестирование посредством страховых организаций (страховщиков);

4) инвестирование посредством целевого капитана некоммерческих организаций.

7. Государство выступает в качестве инвестора на рынке ценных бумаг напрямую (например, посредством бюджетных инвестиций) либо косвенно, что проявляется в двух случаях:

1) при нахождении в собственности публично-правового образования доли в уставном капитане, позволяющей контролировать принятие решений данным обществом, которое, в свою очередь, осуществляет инвестиционную деятельность;

2) при наличии иных обстоятельств, способствующих установлению контроля государства над процессом принятия решений в юридическом лице, которое выступает в качестве инвестора на рынке ценных бумаг.

8. Косвенное участие публично-правовых образований в инвестиционной деятельности возможно через следующие юридические лица:

1) унитарные предприятия;

2) государственные учреждения;

3) государственные корпорации и государственные компании;

4) Центральный Банк Российской Федерации.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение следующим понятиям: инвестиции, инвестор, инвестиционная деятельность.
2. В чем особенность инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг?
3. Назовите основные подходы к определению понятия инвестиций в юридической науке.
4. Какими основными нормативными актами регулируется инвестиционная деятельность на рынке ценных бумаг?
5. Какие основания классификации инвесторов вы можете назвать?
6. Почему, на ваш взгляд, институциональные инвесторы в различных формах получили столь широкое распространение в последние десятилетия?
7. Перечислите основные сходства и различия между АИФ и ПИФ.
8. Что такое эндаумент? Почему, на ваш взгляд, эндаументы пока не получили широкого распространения в России?
9. Назовите основные способы участия государства в инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг?
10. В чем состоит особенность осуществления бюджетных инвестиций?
11. Какова процедура признания лица квалифицированным инвестором?
12. В чем состоит особенность правового статуса иностранных инвесторов на рынке ценных бумаг?

Основная литература

Cheffins B. R. Corporate ownership and control. – Oxford University Press, 2010,– 448 p.

Larcker D. F.,Tayan B. Union Activism: Do Union Pension FundsActSolelyin the Interest of Beneficiaries? // Stanford Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance and Leadership/Stanford Business School. – No. CGRP 2012. – 10 p.

Painter R. The Moral Responsibilities of Investment Bankers // University of St. Thomas Law Journal. – Vol. 8. – No. 1. – 2010. – URL: http://ssrn. com/abstract=1935415. – 25 p.

Wani Akihiro, Omachi Reiko, Taba Flirofumi. Investment opportunities for Professional Investors in Japan // Capital Markets Law Journal. – Vol. 4. -No. 2,– P. 179–200.

Вавулин Д. А. Порядок признания лиц квалифицированными инвесторами // Право и экономика. – 2008. – № 7.

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.

Доронина Н. Г, Семилютина Н. Г. Регулирование инвестиций как форма защиты экономических интересов государства// Журнал российского права. – 2005. – № 9.

Инвестиции: учебник/А. Ю. Андрианов, С. В. Валдайцев, П. В. Воробьев [и др.]. – М.: Проспект, 2011. – 592 с.

Лебедев В. Н. Особенности гражданско-правового положения инвестиционных фондов в Российской Федерации: дис…. канд. юрид. наук. – М., 2002.– 200с.

Лисица В. Н. Правовое регулирование инвестиционных отношений: теория, законодательство и практика применения. – Новосибирск, 2011.-467с.

Лифшиц И. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском союзе. – М.: Статут, 2012. – 256с.

Лялин В. А. Воробьев П. В. Рынок ценных бумаг: учебник. – М.: ТК Велби: Проспект, 2006. – 384с.

Майфат А. В. Инвестор: понятие, статус, деятельность// Современное право». – 2005. – № 10.

Молотников А. Е. Особенности участия государства в управлении АО // Слияния и Поглощения. – 2009. – № 4.

Молотников А. Е. Проблемы взаимодействия и правового регулирования контролирующих, крупных и миноритарных акционеров в России // Предпринимательское право. – 2009. – № 1.

О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Постатейный комментарий к Федеральному закону

от 5 марта 1999 года № 46-ФЗ/А. А. Горохов, Д. А. Вавулин, А. С. Емельянов. – М.: Деловой двор, 2012. – 176с.

Об инвестиционном товариществе: Постатейный комментарий к Федеральному закону от 28 ноября 2011 года № 335-ФЭ/отв. ред. А. Е. Молотников. – М.: Юстицинформ, 2012. – 88 с.

Санин К. С. Правовое положение акционера как инвестора: автореф. дис…. канд. юрид. наук. – М., 2008. – 219с.

Тарасенко О. А. Предпринимательская деятельность государственной корпорации «Внешэкономбанк»// Предпринимательское право. -**2012**,– №**2**.

Дополнительная литература

Cheffins B. R. The History of Corporate Governance // The Oxford Handbook of Corporate Governance/ed. by M. Wright, D. S. Siegel,

K. Keasey, I. Filatotchev. – Oxford University Press, 2013. – 767 p.

Hassan K., Mahlknecht M. Islamic Capital Markets: Products and Strategies. – Wiley & Sons, 2011. – 480 p.

Useem M. Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America [Paperback], – Basic Books, 1999. – 342 p. Zingales L. The Future of Securities Regulation// Journal of Accounting Research. – 2009. – No. 47(2). – P 391–425.

Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды. Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М.: Альпина Паблишер, 2005. – 416с.

Бахтараева К. Социально ответственные инвестиции: маркетинговый ход или будущее финансового рынка?//Рынок ценных бумаг. -2006,-№ 11.-С. 70–72.

Бессарабов Д. Закон расчистил дорогу инвесторам // Бизнес-адвокат. -2002,– № 13.

Веселкова Е. Е. К вопросу об акционерных инвестиционных фондах // Адвокат. – 2012. № 11.

Григорьев К. Правовое регулирование инвестиционных механизмов в российском и зарубежном законодательстве// Актуальные проблемы предпринимательского права: Вып. 3/под ред. А. Е. Молотникова. – М.: Стартап, 2013. – С. 37–42.

Гулиева Е.Я, Молотников А. Е. Понятие и специфика формирования интереса акционерного общества//Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2011. – № 3.

Комиссарова Е. Г К вопросу о доверительном управлении целевым капиталом некоммерческих организаций // Юрист, – 2012. – № 6. Корнеева С. К понятию «инвестиции»//Хозяйство и право. – 2008. -№ 12 (383).

Кротов Н., Никульшин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы: в 2 кн. – М.: Экономическая летопись, 2007,– 504 с.

Леонов А. В. Эндаументы: место в системе финансирования высшего образования и опыт применения в мире и в России [Электронный ресурс] // Современные исследования социальных проблем. – 2012. -№ 1 (09). – Электрон, дан. – URL: http:// sisp.nkras.ru./issues/2012/1/ Leonov.pdf

Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория

и практика ее применения в хозяйственных обществах. – М.: Статут, 2008. -510с.

Миловидов В. Д. Инвестиционные фонды и трасты: как управлять капиталом? Опыт США. – М.: Анкил: Инфра-М, 2007. – 254с.

Молотников А. Е. Финансовый кризис и защита частных инвесторов в РФ // Право и бизнес в условиях экономического кризиса: опыт России и Германии/отв. ред. Е. П. Губин, Е. Б. Лауте. – М.: Юрист, 2010. – 264с.

Об инвестиционных фондах: Постатейный комментарий к Федеральному закону (по состоянию на 1 марта 2003 года)/Н. Г Доронина, Н. Г. Семилютина. – М.: Юстицинформ, 2003. – 320с.

Петражицкий Л. И. Акции. Биржевая игра и теория экономических кризисов. Том I: Об акционерном деле и типических ошибках при оценке шансов неизвестной прибыли. – СПб., 1911. – 315 с.

Плахотная А. Страховые компании как институциональные инвесторы на рынке ценных бумаг//Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 20. -С. 62–64.

Степанова В. Эндаумент-фонды: перспективы для НКО и новый сегмент для доверительного управления»//Рынок ценных бумаг. -2011,– № 3(408).

Черепанов Н. С. Общие фонды банковского управления: вопросы правового регулирования // Предпринимательское право. – 2006. – № 1.

Шевченко Г Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. – М.: Статут, 2006. – 271с.

Глава 9
Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг

За деньги нельзя купить одного – бедности. Тут надо обратиться к помощи фондовой биржи.

Роберт Орбен

Во фраке и белом галстуке кто угодно, даже биржевой брокер, может сойти за цивилизованного человека.

Оскар Уайльд «Портрет Дориана Грея», 1890 год

1. Общие положения о профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

2. Виды профессиональных участников рынка ценных бумаг.

3. Деятельность по организации торговли на финансовом рынке. Клиринговая деятельность.

Глоссарий

Брокерская деятельность – деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) по заключению договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, по поручению клиента от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.

Дилерская деятельность – совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

Маржинальные сделки – сделки, совершаемые с использованием денежных средств и (или) ценных бумаг, переданных брокером в заем.

Деятельность по управлению ценными бумагами — деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для совершения сделок с ценными бумагами и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Депозитарная деятельность — это оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги.

Номинальный держатель ценных бумаг — депозитарий, на лицевом счете (счете депо) которого учитываются права на ценные бумаги, принадлежащие иным лицам.

Репозитарий – юридическое лицо, ведущее реестры договоров репо, договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, заключенных не на организованных торгах, а также договоров иного вида, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора). Репозитарную деятельность могут осуществлять саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг, клиринговая организация и биржа.

Организатор торговли — лицо, оказывающее услуги по проведению организованных торгов на товарном и (или) финансовом рынке на основании лицензии биржи или лицензии торговой системы.

Клиринг – определение подлежащих исполнению обязательств, возникших из договоров, в том числе в результате

осуществления неттинга обязательств, и подготовка документов (информации), являющихся основанием для прекращения и (или) исполнения таких обязательств.

Неттинг – полное или частичное прекращение обязательств, допущенных к клирингу, зачетом и (или) иным способом, установленным правилами клиринга.

Маржинальные сделки – это сделки, совершаемые с использованием денежных средств и (или) ценных бумаг, переданных брокером в заем.

Трансфер-агенты – это регистраторы, брокеры или депозитарии, которых регистратор вправе привлекать для выполнения части своих функций на основании договора поручения или агентского договора.

Финансовый консультант на рынке ценных бумаг — юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и (или) дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг.

Рейтинговые агентства — российские и иностранные юридические лица, выражающие с использованием определенной системы ранжирования мнение относительно способности и готовности юридических лиц и публично-правовых образований своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства (кредитный рейтинг).

9.1. Общие положения о профессиональной деятельности на рынке денных бумаг

В данном параграфе речь пойдет о **профессиональные участниках рынка ценных бумаг** – это многочисленные организации, которые формируют инфраструктуру фондового рынка, осуществляют учет прав на финансовые инструменты, обеспечивают правильность и своевременность расчетов по сделкам, оказывают эмитенту поддержку при размещении ценных бумаг, а инвестору – при совершении сделок с ними. Таким образом, успешное взаимодействие инвестора и эмитента было бы невозможно без той поддержки, которую оказывают им *профессиональные участники рынка ценных бумаг.*

Эффективное функционирование любого рынка, будь то торговля нефтепродуктами или деривативами, невозможно без развитой инфраструктуры и профессионалов, хорошо разбирающихся в принципах ее работы. Вспомним, что зарождение фондового рынка в Западноевропейских странах на стыке Средних веков и Нового времени сопровождалось появлением новой категории лиц, которые профессионально занимались куплей-продажей ценных бумагПодробнее см. главу 2.. Например, район Exchange Alley в Лондоне прославился тем, что в XVII веке там в массовом порядке совершались сделки с ценными бумагами. Потом из общего числа участников рынка выделилась небольшая группа профессиональных торговцев, которые не только полностью сконцентрировались на торговле ценными бумагами, но и начали оказывать всевозможные услуги, связанные с обращением и размещением ценных бумаг. Этих лиц стали впоследствии называть *stockbrokers u stock-jobbers.*

За прошедшие столетия многое изменилось. Профессиональные игроки фондового рынка создали специализированные площадки для совершения сделок – фондовые биржи, начали появляться и развиваться новые направления деятельности, например, клиринг. Государство стало активно вмешиваться в регулирование рынка и порядок осуществления торгов. Появился Интернет, а вместе с ним и электронная система документооборота. Изменялись названия и функции профессиональных участников, однако *неизменным оставалось их значение для развития фондового рынка.* В данной главе мы рассмотрим общие вопросы деятельности профессиональных участников и специфику правового регулирования каждого их вида. Кроме того, будет уделено

внимание другим участникам рынка, которые, хотя и не отнесены законом к числу профессиональных, являются ключевыми фигурами для развития финансового рынка.

В настоящее время Закон о рынке ценных бумаг не содержит смыслового определения понятия «профессиональный участник рынка ценных бумаг». В ст. 2 Закона просто отмечено, что *профессиональными участниками рынка ценных бумаг* являются юридические лица, которые осуществляют виды деятельности, указанные в главе 2 Закона. Таким образом, еще раз[832] проявилась особенность законодательства о рынке ценных бумаг не вырабатывать определенные критерии того или иного явления, а действовать, исходя из принципа перечисления в нормативном акте. При этом остается неясным, *каковы основания отнесения той или иной деятельности к числу профессиональной.* Почему, например, долгое время среди профессиональных участников фигурировали клиринговые организации, а с 1 января 2013 года они из этого перечня были исключены[833]? То же самое ожидает организаторов торговли на рынке ценных бумаг с 1 января 2014 года[834].

Итак, согласно, Закону о рынке ценных бумаг к числу профессиональных участников относятся лица, осуществляющие следующие виды деятельности:

– брокерская деятельность;

– дилерская деятельность;

– деятельность по управлению ценными бумагами;

– депозитарная деятельность;

– деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;

– деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг[835].

> В специальной литературе неоднократно отмечалось, что перечень профессиональной деятельности не является исчерпывающим. Например, к профессиональным видам деятельности следует отнести инвестиционное (финансовое) консультирование [836]. Кроме этого, А. В. Габов обращает внимание на деятельность специализированного депозитария, а также деятельность трансфер-агентов и попечителей счетов депо (операторов раздела счета депо). Помимо этого, В. А. Макарова добавляет к профессиональным видам деятельности андеррайтинг ценных бумаг[837]. Также можно выделить деятельность, осуществляемую на организованных торгах маркет-мейкерами.
>
> При этом следует обратить внимание на то, что

предлагаемые к специальному выделению виды деятельности зачастую[838] осуществляются лицами, которые уже обладают статусом профессиональных участников. Например, финансовый консультант определен в законе[839] как юридическое лицо, *имеющее лицензию на осуществление брокерской и (или) дилерской деятельности* на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг. **Трансфер-агенты** – это иные регистраторы, брокеры или депозитарии, которых регистратор вправе привлекать для выполнения части своих функций на основании договора поручения или агентского договора[840].

Почему же в законодательстве не расширяется перечень профессиональных видов деятельности? Очевидно, учитывается, что лица, осуществляющие определенные виды деятельности, которые требуют специальных знаний и опыта, уже и так являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Возможно, законодатель опасался, что выделение дополнительных видов деятельности внесет путаницу в сложившуюся систему регулирования, включая лицензирование. Например, потребуется решить вопрос о необходимости лицензирования указанных дополнительных видов деятельности. Однако даже указанные доводы не отменяют главного – *в законодательстве отсутствуют четкие критерии отнесения тех или иных видов деятельности к профессиональной. При этом отдельные виды деятельности, несмотря на их роль в функционировании рынка, относятся законом к профессиональной, а другие, хотя и упоминаются в законодательстве, в качестве таковых не признаются.*

Представляется возможным выделить следующие особенности осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

1. Данная деятельность осуществляется исключительно юридическими лицами.

Это требование не всегда содержалось в законе. Долгое время профессиональными участниками признавались и физические лица, зарегистрированные в качестве предпринимателей. Однако после изменений законодательства в 2002 году право на профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг было закреплено исключительно за юридическими лицами[841].

Очевидно, данная мера была направлена на политику укрупнения участников рынка и вытеснения с него индивидуальных предпринимателей.

Следует обратить внимание на то обстоятельство, что в законе отсутствуют особые требования к цели профессиональной деятельности юридического лица на рынке ценных бумаг. Исходя из этого, можно сделать вывод о том, что в этом качестве может выступать как коммерческая, так и некоммерческая организация.

В то же время следует учитывать, что в некоторых случаях из указанного общего правила есть и исключения, связанные с особенностями деятельности профессиональных участников. Для некоторых видов закон требует наличие статуса коммерческой организации, например, для дилерской деятельности, которую вправе осуществлять только коммерческие организации[842]. В иных случаях из числа коммерческих организаций исключаются отдельные разновидности лиц. Например, согласно требованиям Гражданского кодекса, унитарное предприятие не может быть управляющим ценными бумагами [843].

В прошлом законодательство специально регламентировало вопрос о том, в какой организационно-правовой форме может осуществляться та или иная деятельность на рынке ценных бумаг. Что характерно, данный *вопрос решался на уровне подзаконных актов,* в частности, соответствующего Положения о лицензировании[844].

Соискатели лицензий на *брокерскую и дилерскую деятельность,* а также *деятельность по управлению ценными бумагами* должны были выбрать форму акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью. *Депозитарная деятельность* предполагала наличие статуса указанных выше хозяйственных обществ, а также некоммерческой организации или федерального государственного унитарного предприятия. Интереснее всего обстояло дело с *клиринговыми организациями,* которые относились на тот момент к профессиональным участникам рынка. Дело в том, что клиринговую деятельность вправе были осуществлять только юридические лица, созданные в форме закрытого акционерного общества и некоммерческого партнерства. Причем функции клирингового центра была вправе выполнять лишь организация, созданная в форме некоммерческого партнерства.

За рамками данного нормативного акта остался вопрос о том, чем руководствовались разработчики Положения, вводя столь пеструю градацию разновидностей юридических лиц, присущих тем или иным видам профессиональной деятельности. Тем не менее, стоит отметить, что в конце 1990-х годов в Верховном Суде РФ предпринимались попытки (хотя и безуспешные) признать незаконными нормы указанного Положения. В том числе и требование о том, что лицензия может быть выдана только коммерческой организации, созданной в форме закрытого акционерного общества, или некоммерческому партнерству[845].

2. Наличие лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Все виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, упомянутые в главе 2 Закона о РЦБ, осуществляются на основании специального разрешения – лицензии[846], которая выдается Федеральной службой по финансовым рынкам.

Как отмечает Н. Г. Семилютина, система лицензирования введена в целях установления некоего барьера, призванного отобрать тех лиц, которые имеют хотя бы минимальные профессиональные знания и навыки, обладают необходимым имуществом для осуществления функций профессиональных участников рынка. При этом государство не вмешивается в сами правоотношения, возникающие между участниками рынка [847].

Однако из прав ила о лицензировании есть исключение. В частности, государственные корпорации могут быть избавлены от необходимости получения лицензии, если это предусмотрено в законодательстве.

Государственная корпорация Внешэкономбанк в целях реализации и обеспечения собственной ликвидности, а также управления рисками имеет право осуществлять на рынке ценных бумаг дилерскую и депозитарную деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами, доверительное управление денежными средствами и иным имуществом, в том числе находящимся в государственной собственности[848].

Порядок выдачи лицензии и требования к ее соискателям содержатся в Положении о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных

бумаг[849].

Существует два вида лицензий, которые могут быть выданы соискателю:

1) лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг;

2) лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра[850].

3. Соответствие собственных средств профессионального участника и иных его финансовых показателей установленным нормативам и показателям.

Учитывая рисковый характер деятельности и принимая во внимание необходимость защиты прав других участников рынка, законодатель устанавливает требования к **минимальным значениям собственных средств** профессиональных участников (нормативам достаточности). Например, данный показатель у дилеров, брокеров и управляющих ценными бумагами составляет 35 млн, а у регистраторов – 100 млн рублей[851].

Норматив достаточности собственных средств профессионального участника рынка ценных бумаг может быть уменьшен [852] в случае:

– страхования его ответственности;

– ходатайства саморегулируемой организации, членом которой является профессиональный участник, о снижении норматива достаточности собственных средств с указанием о проверке такой саморегулируемой организацией его расчета собственных средств.

Однако снижение норматива не может превышать 20 % от установленного размера.

4. Соблюдение требований по отношению к организационной структуре, членам органов управления и кадровому составу профессионального участника.

Основные требования *к кадровому составу*[853]:

1) сотрудники должны соответствовать определенным квалификационным требованиям (наличие квалификационного аттестата специалиста финансового рынка);

2) наличие не менее 1-го контролера, для которого работа у профессионального участника является основным местом работы.

В зависимости от деятельности, осуществляемой на рынке, к организационной структуре профессионального участника предъявляются различные требования (например, создание определенных структурных подразделений).

Основные требования к органам управления:

1) для лица, осуществляющего функции единоличного

исполнительного органа, установлены следующие требования:

– занимаемая должность для данного лица является основным местом работы[854];

– наличие опыта работы не менее 2-х лет в должности руководителя отдела или иного структурного подразделения организаций, имеющих отношение к финансовому рынку [855];

2) наличие сформированного совета директоров (наблюдательного совета[856]).

Также у членов органов управления, а также лица, являющегося контролером в профессиональном участнике должна отсутствовать *судимость за преступления* в сфере экономической деятельности и (или) преступления против государственной власти. При этом у членов совета директоров (наблюдательного совета) и у руководителя организации также должно отсутствовать *административное наказание в виде дисквалификации.*

> При изучении вопроса о различных видах деятельности, которые влияют на функционирование рынка ценных бумаг, следует обратить внимание на отдельные виды, которые А. В. Габов определил как **маргинальные виды деятельности на рынке ценных бумаг.** Среди них выделяют деятельность расчетного депозитария, поскольку регулирование ее таково, что неясно, относится ли эта деятельность собственно к депозитарной или представляет собой отдельный вид деятельности. Также к ним относится деятельность кредитной организации, которая выполняет функции расчетных центров организаторов торговли на рынке ценных бумаг. Кроме того, законодательство допускает осуществление на рынке профессиональных видов деятельности, которые могут осуществляться непрофессиональными участниками. Например, ведение реестра самим эмитентом и деятельность по управлению ценными бумагами, заключающаяся в реализации прав по таким бумагам[857].

Помимо указанных выше требований, существуют и иные требования, необходимые для получения и последующего сохранения лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг[858].

> В специальной литературе имеется довольно много позиций по вопросу выделения *отдельных признаков профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.*

Не со всеми из них можно согласиться. Например, М. В. Кузнецов в качестве отдельного признака выделяет *осуществление деятельности как таковой,* объясняя это наличием активности на фондовом рынке. При этом, правда, остается неясным, что в понимании автора является деятельностью, не предполагающей активности[859]. Вряд ли можно согласиться с таким подходом. А. В. Майфат предлагает в качестве признака особый предмет сделок, совершаемых либо самими профессиональными участниками, либо с их участием, – права инвесторов или «эмиссионные ценные бумаги»[860]. Однако следует помнить, что предметом сделок, совершаемых на рынке, не всегда являются именно права (например, в случае уступки прав по договору купли-продажи акций), а также эмиссионные ценные бумаги (например, инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой[861]).

По общему правилу профессиональные участники рынка ценных бумаг *вправе совмещать* свою деятельность на рынке с иными видами деятельности. В современном мире это распространенное явление: предоставление клиенту максимального набора услуг ведет к успеху компании. Однако из этого принципа есть исключения, связанные с функционированием фондового рынка. Дело в том, что в случае одновременного осуществления различных видов деятельности на рынке повышается риск возникновения конфликта интересов профессиональных участников. Чтобы этого не допустить, необходимо соблюдать следующие правила совмещения профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг[862]:

1) осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг [863];

2) биржа не вправе совмещать свою деятельность с брокерской, дилерской и депозитарной деятельностью, а также с деятельностью по управлению ценными бумагами[864];

3) допускается совмещение следующих видов деятельности: брокерская, дилерская и депозитарная деятельность, а также деятельность по управлению ценными бумагами;

4) при осуществлении деятельности организатора торгов клиринговая организация не вправе совмещать свою деятельность с брокерской, дилерской и депозитарной деятельностью на рынке ценных бумаг, а также деятельностью по управлению ценными бумагами[865].

Следует отметить, что за нарушение правил совмещения деятельности предусмотрена административная ответственность. В частности, санкции, предусмотренные п. 11 ст. 15.29 КоАП, предполагают наложение административного штрафа на должностных лиц в размере от 30 тыс. до 50 тыс. рублей или дисквалификацию на срок от 1-го года до 2-х лет; на юридических лиц – от 700 тыс. до 1-го млн рублей.

Имеются случаи привлечения к ответственности по фактам не соблюдения требований, предъявляемым к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. Например, по материалам одного дела[866] в ходе проверки было установлено, что начальник отдела сопровождения торговых операций Департамента торговых операций и казначейства Е. А. П-ва **не имеет квалификационного аттестата.**

Отдел сопровождения торговых операций Департамента торговых операций и казначейства в соответствии с Положением об отделе, утвержденным Приказом Президента Банка, является его структурным подразделением, к функциям которого отнесено непосредственное осуществление деятельности на финансовом рынке: прием, учет и передача на исполнение клиентских заявок по покупке/продаже ценных бумаг.

Судами установлено, что сотрудник Е. А. П-ва в январе 2009 года подписывала поручения на покупку/продажу ценных бумаг, отчеты об операциях с ценными бумагами, отчеты о выполненных операциях и т. д., то есть выполняла функции специалиста финансового рынка.

Таким образом, указанный сотрудник в соответствии со своими должностными обязанностями осуществлял как непосредственную деятельность на финансовом рынке, так и функции внутреннего учета в Обществе, *то есть обязанности, для исполнения которых он должен иметь квалификационный аттестат по специализации в области финансового рынка, соответствующей одному из видов деятельности организации на финансовом рынке.*

Также было установлено, что Обществом сформировано отдельное структурное подразделение – «Депозитарный отдел», действующее на основании Положения о Депозитарном отделе управления депозитарных операций Общества, утвержденного Приказом Президента Общества.

Однако указанный отдел не только занимается депозитарной деятельностью, но и осуществляет учет ценных бумаг, принадлежащих Обществу на праве собственности, и производит выдачу выписок со счета депо, удостоверяющих право собственности на ценные бумаги, принадлежащие Обществу.

Поскольку указанная деятельность не является услугой по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги, то судами был сделан вывод о том, что депозитарная деятельность *не является исключительной для отдельного подразделения Общества.*

Интересный аспект взаимоотношений между регулирующими органами и профессиональными участниками выявил бывший руководитель ФСФР В. Д. Миловидов. В частности, он выступает за последовательное сокращение числа профессиональных участников, полагая, что это позитивно отразится на самом рынке. При этом В. Д. Миловидов приводит следующие цифры: количество организаций, получивших лицензии, после специальной кампании по их сокращению уменьшилось в разы[867]. Если в 2009 году было выдано 950 лицензий, в 2010-муже 585,а в 2011-м – всего 228. По его мнению, это показывает, до какой степени неподготовленными и фиктивными были создававшиеся ранее профессиональные участники. Как пишет В. Д. Миловидов, «на деле это были лишь формальные бумажные свидетельства о регистрации юридических лиц, да счета в банке, которыми можно было управлять дистанционно»[868]. Активно аннулировались лицензии и у действующих участников рынка[869].

Деятельность *рейтинговых организаций* не отнесена к числу профессиональных и не получила более или менее детального регулирования ни в России, ни за рубежом. В то же время значение именно рейтинговых агентств для функционирования финансового рынка нельзя недооценивать. Вспомним хотя бы выводы Комиссии Конгресса США по расследованию причин финансового кризиса (The Financial Crisis Inquiry Commission). В отчете было отмечено, что деятельность именно рейтинговых агентств усугубила кризис[870]. После кризиса стали появляться исследования, посвященные ответственности рейтинговых агентств и реформе их правового регулирования[871]. Более того,

в начале 2013 года Министерство юстиции США подало гражданский иск к рейтинговому агентству Standard & Poor's, обвинив его в нарушении собственных критериев оценки, которые выразился в завышении рейтингов ряда ипотечных облигаций и производных инструментов в 2007 году[872]. Однако еще в ноябре 2012 года федеральный суд Австралии уже признал агентство S&P виновным в присвоении синтетическим производным финансовым инструментам завышенных рейтингов в 2006 году[873]. В настоящее время в мире остро ощущается необходимость специального регулирования деятельности рейтинговых агентств[874].

В России деятельность рейтинговых агентств была урегулирована в 2010 году вместе с появлением Приказа Минфина РФ от 4 мая 2010 года № 37н «Об утверждении Порядка аккредитации рейтинговых агентств и ведения реестра аккредитованных рейтинговых агентств». При этом в п. 2 указанного Порядка даже было дано определение **рейтинговым агентствам** – российские и иностранные юридические лица, выражающие с использованием определенной системы ранжирования мнение относительно способности и готовности юридических лиц и публично-правовых образований своевременно и в потном объеме выполнять свои финансовые обязательства (кредитный рейтинг).

Очевидно, деятельность рейтинговых агентств требует более детального правового регулирования, причем не на уровне подзаконных актов, а в рамках федерального законодательства.

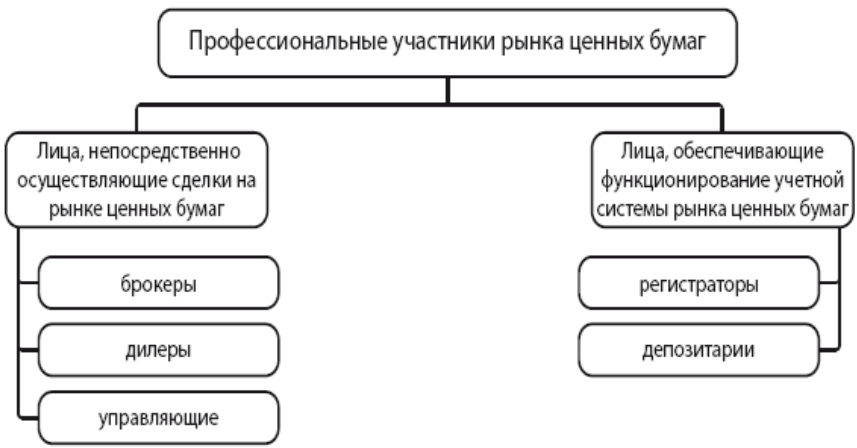
Итак, мы рассмотрели только общие вопросы правового регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Специфика осуществления определенных видов деятельности, связанных с финансовым рынком, будет рассмотрена в следующих параграфах.

9.2. Виды профессиональных участников рынка ценных бумаг [875]

Профессиональных участников рынка ценных бумаг можно разделить на две группы:

1) лица, совершающие инвестиционные сделки на рынке ценных бумаг (брокеры, дилеры, управляющие);

2) лица, обеспечивающие функционирование учетной системы рынка ценных бумаг (регистраторы и депозитарии).



1. Лица, совершающие инвестиционные сделки на рынке ценных бумаг.

В первой группе профессиональных участников особое место занимают **брокеры и дилеры.** Эти участники рынка стояли у его истоков и являются основой функционирования современных организованных торгов.

Брокерской деятельностью, согласно ст. 2 Закона о РЦБ, признается деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) по заключению договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, по поручению клиента от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг *от своего имени и за свой счет* путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или)

продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

Ключевым аспектом брокерской деятельности является то обстоятельство, что сделки совершаются по поручению и за счет клиента и от его имени. Однако основная масса брокеров одновременно осуществляют и дилерскую деятельность. Такое совмещение может привести к конфликту интересов, что, в конечном итоге, отразится на средствах клиента.

Чтобы избежать конфликта интересов или уменьшить его негативные последствия, профессиональный участник, совмещающий данные виды деятельности, обязан соблюдать *принцип приоритета интересов клиента перед собственными интересами*[876].

Между клиентом и брокером довольно часто возникают споры, связанные с подозрениями в злоупотреблении доверием со стороны профессионального участника. Показательно в этом плане дело, рассмотренное в 2001 году в Нижегородском областном суде. Истец – физическое лицо – полагал, что брокер создавал видимость отправки заявок на биржу РТС, и результатом этого стало не прохождение контроля именно на бирже по причине превышения лимита по инструменту. Иными словами, в заявке якобы было указано количество ценных бумаг, превышающее лимит доступных средств. Это вводило клиента в заблуждение относительно причины неисполнения брокером его поручений. При этом, по мнению истца, в случае исполнения его поручений брокером были бы совершены срочные сделки, по которым на счет истца был бы начислен доход (вариационная маржа)[877].

Имеют место случаи и совершения сделок без наличия соответствующих поручений со стороны клиента. Например, 19 сентября 2008 года клиент Сбербанка К. заключил договор о брокерском обслуживании с возможностью подачи заявок с использованием телефонной связи. Обслуживание инвестора осуществлял главный экономист отдела ценных бумаг К.И.

12 октября 2009 года от К. поступила претензия о том, что ему причинен ущерб на сумму <…> по причине превышения сотрудником банка К. И. полномочий при совершении операций с покупкой и продажей ценных бумаг, принадлежащих инвестору, без

его поручений.

В результате проверки было установлено, что в период с 23.03.2009 по 05.04.2009 года К. находился вне пределов РФ и не использовал возможность подачи заявок по телефону.

Все заявки на осуществление операций с ценными бумагами были оформлены в режиме предварительной подачи поручений.

Во время отсутствия К. в указанный период работник Приморского отделения Сбербанка К. И. осуществлял операции по его брокерскому счету, которые он совершал без ведома клиента, используя чистые бланки поручений на проведение операций, подписанные клиентом. В результате действий ответчика К. были причинены убытки в размере <…> в связи с уменьшением стоимости активов на указанную сумму[878].

При осуществлении *брокерской деятельности* профессиональный участник совершает *следующие действия и сделки* [879]:

1) хранит, использует и учитывает денежные средства клиентов, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги или полученные от продажи ценных бумаг, если это предусмотрено условиями договора;

2) удостоверяется в способности клиентов – физических лиц – своими действиями приобретать и осуществлять гражданские права, создавать для себя гражданские обязанности и исполнять их в полном объеме или частично;

3) удостоверяется в правомочности руководителей клиентов – юридических лиц – представлять интересы юридических лиц и осуществлять действия, влекущие юридические последствия для указанных юридических лиц;

4) оказывает консультационные услуги по вопросам приобретения ценных бумаг и иных инвестиций;

5) выступает андеррайтером при размещении эмиссионных ценных бумаг;

6) вправе запрашивать у клиентов сведения об их финансовом состоянии (платежеспособности) и целях инвестиций, которые могут помочь в правильном и своевременном исполнении обязательств перед клиентами.

Между брокером и клиентом заключается договор, обычно он обозначается как договор о брокерском обслуживании. Учитывая развитие электронного документооборота, все чаще договор

заключается путем присоединения клиента к условиям, установленным внутренними документами брокера.

> Например, один из крупнейших профессиональных участников рынка ООО «АТОН» с 2007 года не заключает договоры в виде единого документа. Условия договора о брокерском обслуживании клиентов ООО «АТОН» устанавливаются Регламентом оказания брокерских услуг на рынке ценных бумаг. При этом лицо, желающее заключить договор о брокерском обслуживании, подает в ООО «АТОН» соответствующее заявление. В случае согласия ООО «АТОН» уведомляет об этом лицо, подавшее заявление. Уведомление может быть совершено путем направления клиенту копии или второго экземпляра поданного клиентом заявления с соответствующей отметкой или путем совершения 000 «АТОН» действий по выполнению условий договора[880].

Как указывает М. Б. Васильев, право брокера на распоряжение ценными бумагами и денежными средствами клиента ограничено таким документом договора брокерских услуг, как «поручение на совершение сделки». Из этого следует, что хотя брокер и обладает правом распоряжения деньгами и ценными бумагами клиента, а договор может предусматривать условие о передаче клиентом брокеру ценных бумаг для совершения сделок с ними, это право *строго формализовано условиями договора.* Поэтому действия брокера за пределами поручений, данных ему клиентом, являются незаконными и могут быть обжалованы[881].

Неотъемлемой частью рынка ценных бумаг являются так называемые *маржинальные сделки.* По мнению Э. С. Петросяна, их сутью является получение клиентом ценных бумаг или денежных средств от брокера под залоговое обеспечение, то есть получение «кредитного плеча» для увеличения доходности совершаемых сделок[882].

В Законе **маржинальные сделки** определяются как сделки, совершаемые с использованием денежных средств и (или) ценных бумаг, переданных брокером в заем [883].

Согласно п. 4 ст. 3 Закона о рынке ценных бумаг, условия займа, в том числе сумма займа или порядок ее определения, могут быть закреплены договором о брокерском обслуживании. При этом документом, удостоверяющим передачу в заем определенной денежной суммы или количества ценных бумаг, признается отчет брокера о совершенных маржинальных сделках или иной документ, обозначенный в условиях договора.

Брокер вправе взимать с клиента проценты по

предоставляемым займам. Для обеспечения обязательств клиента по предоставленным займам **брокер вправе принимать только ценные бумаги, принадлежащие клиенту и (или) приобретаемые брокером для клиента по маржинальным сделкам.**

Во время финансовых кризисов повышается риск дестабилизации финансовых рынков и риск возникновения споров между участниками рынка. Именно поэтому в период финансового кризиса 2008 года одним из первых шагов ФСФР по стабилизации рынка стало *приостановление заключения маржинальных сделок и продажи ценных бумаг клиентов,* приобретенных в рамках маржинальных сделок, до погашения клиентом своей задолженности по таким сделкам[884]. Запрет действовал несколько дней. Однако дальнейшие события привели к возникновению большого количества конфликтных ситуаций, связанных с маржинальными сделками.

Рассмотрим *пример[885] заключения маржинальной сделки* в период финансового кризиса 2008 года. Итак, на основании поручения клиента *ЗАО «Страховая компания „Петра“» брокеру ООО «КИТ Финанс»* 15 сентября 2008 года были совершены сделки в интересах клиента по приобретению 9803 акций ОАО «Газпром» на условиях предоставления клиенту в заем денежных средств в размере, необходимом для расчета по сделке, а также предоставления истцом в обеспечение своих обязательств ценных бумаг. Указанное обстоятельство подтверждено отчетом брокера от 15 сентября 2008 года и признается участвующими в деле лицами.

В Регламенте оказания брокерских услуг стороны определили, что заем предоставляется на один рабочий день, а в случае невозврата или неполного возврата займа в срок он автоматически пролонгируется на следующий день. Регламент не предусматривает сроков предоставления займа, ограничивая такой срок только достижением допустимого значения (35 % для ЗАО «Страховая компания „Петра“») уровня маржи[886], после чего брокер приобретает право реализации или покупки ценных бумаг клиента, обеспечивающих обязательство по займу.

По состоянию на 23 октября 2008 года уровень маржи клиента опустился ниже допустимого уровня и

составлял 30,79 %: у ООО «КИТ Финанс» возникло право реализации акций ОАО «Газпром» в счет погашения задолженности клиента по займу. В этой связи брокер направил клиенту *требование*[887] *о внесении денежных средств или ценных бумаг* в размере, достаточном для увеличения уровня до установленного предела.

Требование было направлено посредством информационно-торговой системы «QUIK» 24 октября 2008 года в 10:12,то есть после падения уровня маржи ниже критического уровня. В 10:33 28 октября 2008 года было направлено еще одно требование о срочном погашении долга, поскольку уровень маржи упал еще ниже. Денежные средства в размере 2325000 рублей зачислены на собственный инвестиционный счет компании в 17:16 28 октября 2008 года, в то время как реализация спорных акций произошла 28 октября 2008 года в 13:58.

Таким образом, *клиент не обеспечил своевременного выполнения своих обязательств* по договору на брокерское обслуживание о внесении денежных средств или ценных бумаг в размере, достаточном для увеличения уровня до установленного предела на начало торгового дня 28 октября 2008 года, в связи с чем Брокер правомерно реализовал предмет залога по маржинальным сделкам.

Зачастую инвесторы не намерены следить за изменением рыночной конъюнктуры и самостоятельно принимать решения о совершении сделок на рынке ценных бумаг. В данной ситуации они передают свои денежные средства и финансовые инструменты в управление профессиональному участнику для совершения инвестиций на рынке ценных бумаг.

Согласно действующему законодательству[888], **деятельностью по управлению ценными бумагами** признается деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для совершения сделок с ценными бумагами и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Можно выделить следующие признаки деятельности по управлению ценными бумагами [889]:

1) осуществляется юридическим лицом от своего имени;
2) управляющий получает вознаграждение;
3) срок управления не может превышать 5-ти лет;
4) доверительное управление осуществляется в интересах

учредителя управления или указанных им третьих лиц;

5) в качестве объектов управления выступают:

– ценные бумаги[890];

– денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги;

– денежные средства и ценные бумаги, получаемые в процессе управления ценными бумагами.

6) правомочия управляющего по распоряжению ценными бумагами определяются в договоре[891].

Следует отметить, что управляющий вправе принимать в доверительное управление и приобретать в процессе деятельности по управлению ценными бумагами *ценные бумаги иностранных эмитентов,* в том числе ценные бумаги иностранных государств. Однако для этого требуется соблюдение одного из следующих условий:

– ценные бумаги иностранных эмитентов должны быть допущены к обращению на территории России в соответствии с законодательством РФ;

– ценные бумаги иностранных эмитентов должны пройти процедуру листинга на фондовых биржах, находящихся на территории государств, с которыми федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг заключены соглашения о взаимодействии и обмене информацией [892];

– ценные бумаги иностранных эмитентов должны пройти процедуру листинга на фондовых биржах, и права управляющего на такие ценные бумаги иностранных эмитентов учитываются лицами, осуществляющими депозитарную деятельность в соответствии с законодательством РФ.

Необходимо обратить внимание на важное обстоятельство: наличие лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами *не требуется* в случае, если доверительное управление связано только с *осуществлением управляющим прав по ценным бумагам. Например, разрешено участвовать в голосовании на общем собрании акционеров, но при этом не проводить отчуждение ценных бумаг, находящихся в управлении.*

> Как уже упоминалось, в качестве управляющих ценными бумагами, осуществляющими профессиональную деятельность на рынке, может выступать только юридическое лицо.
>
> Это является исключением из общего правила, закрепленного ст. 1015 ГК РФ и допускающего возможность стать доверительным управляющим

имуществом не только коммерческой организации, но и индивидуальному предпринимателю и даже гражданину в случаях, предусмотренных законом. Видимо, это обстоятельство либо иные причины привели к тому, что некоторые авторы все же полагают, что в качестве доверительного управляющего ценными бумагами может выступать индивидуальный предприниматель[893]. С данным утверждением нельзя согласиться, так как оно противоречит уже упоминавшемуся прямому указанию закона, отмечающему особый статус профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Несмотря на то, что Г. Л. Константинов [894] также отмечает недопустимость передачи ценных бумаг в управление индивидуальному предпринимателю, ч. 2 ст. 4 Закона г. Санкт-Петербурга «О доверительном управлении имуществом» свидетельствует об обратном: договор доверительного управления имуществом Санкт-Петербурга может быть заключен как с коммерческой организацией (за исключением унитарных предприятий), так и с **индивидуальным предпринимателем** в соответствии с принятым в установленном порядке решением о передаче имущества в доверительное управление. В соответствии со ст. 2 данного Закона в качестве объектов доверительного управления могут выступать ценные бумаги. Получается, что Санкт-Петербург может передавать ценные бумаги в доверительное управление индивидуальному предпринимателю.

Однако ситуация не так проста, как может показаться на первый взгляд. Дело в том, что Закон о рынке ценных бумаг не содержит прямого запрета на осуществление управления ценными бумагами иными лицами, кроме юридических. Данное требование адресовано профессиональным участникам. Лицензия для управления ценными бумагами не требуется, если доверительное управление связано только с осуществлением управляющим прав по ценным бумагам. Кроме этого, не распространяется на «безлицензионное» управление и действие Порядка осуществления деятельности по управлению ценными бумагами[895]. При этом в Гражданском кодексе[896] допускается возникновение доверительного управления *по основаниям, предусмотренным законом* (например, на основании завещания, приобретения особого статуса[897]

и т. п.). Возникает закономерный вопрос, возможно ли в этом случае передать ценные бумаги в управление физическим лицам? Судебная практика дает положительный ответ на этот вопрос[898].

Правда, нельзя забывать о специфике управления ценными бумагами. Даже при отсутствии правомочия на их отчуждение управляющий может существенно снизить рыночную стоимость этих ценных бумаг, например, проголосовав на общем собрании акционеров за одобрение крупной сделки, связанной с отчуждением имущества общества. К сожалению, законодательство не содержит особых требований к специфике управления ценными бумагами в рассматриваемых случаях, что только провоцирует нарушение прав и законных интересов выгодоприобретателя управления[899]. Выходом из сложившейся ситуации могло бы стать специальное правовое регулирование указа иных отношений или распространение на них действия отдельных положений Порядка осуществления деятельности по управлению ценными бумагами.

Традиционно для управления ценными бумагами важен вопрос о привлечении к ответственности управляющего. К сожалению, несмотря на специфику рынка ценных бумаг, действующее законодательство никак не регулирует данную проблему. В законе отсутствуют четкие критерии, позволяющие впоследствии оценить обоснованность выбранной инвестиционной стратегии управляющего. Лишь в Гражданском кодексе[900] отмечена необходимость *должной заботливости об интересах* выгодоприобретателя или учредителя управления. Однако вопрос об ответственности управляющих довольно актуален, так как в последнее время судам приходится рассматривать значительное количество споров между клиентами и доверительными управляющими [901].

Профессиональные участники рынка ценных бумаг, выполняющие посреднические функции
Брокерская деятельность
Дилерская деятельность
Деятельность по управлению ценными бумагами

2. Лица, обеспечивающие функционирование учетной системы рынка ценных бумаг.

Учетная система играет большую роль в развитии рынка ценных бумаг. Как отмечалось в докладе, утвержденном ФКЦБ, Банком России и Минфином, задача учетной системы на рынке ценных бумаг состоит в том, чтобы выступать «свидетелем», подтверждающим наличие и характер правоотношений, в которые вступают субъекты гражданского оборота по поводу ценных бумаг. При этом идет речь об отношениях, связанных с правами, закрепленными ценными бумагами, и с правами на ценные бумаги как имущество[902].

От работы элементов этой системы зависит то, каким образом учитываются права на ценные бумаги, что отражается на их последующей реализации. К сожалению, в силу различных обстоятельств долгое время российская учетная система довольно серьезно критиковалась участниками рынка. В ряде случаев отмечалось, что из-за сложности и запутанности отечественная система учета прав собственности и расчетная инфраструктура заслужили у иностранных коллег название «русских спагетти»[903].

В сфере учета прав на ценные бумаги существует два вида профессиональной деятельности:

1) депозитарная деятельность;

2) деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

Депозитарная деятельность. Согласно ст. 7 Закона о рынке ценных бумаг, под данной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги.

Осуществление депозитарной деятельности регулируется целым комплексом нормативных актов. Причем, помимо федеральных законов, большую роль играют следующие подзаконные акты:

– Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации, установлении порядка введения его в действие и области применения, утвержденное Постановлением ФКЦВ РФ от 16 октября 1997 года № 36;

– Положения о порядке ведения реестра владельцев именных ценных бумаг и осуществления депозитарной деятельности в случаях приобретения более 30 % акций открытого акционерного общества, утвержденное Приказом ФСФР РФ от 11 июля 2006 года№ 06–74/пз-н;

– Положение о порядке внесения изменений в реестр владельцев именных ценных бумаг и осуществления депозитарного учета в случаях выкупа акций акционерным обществом по требованию акционеров, утвержденное Приказом

ФСФР РФ от 5 апреля 2007 года № 07–39/пз-н.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется *депозитарием,* а лицо, пользующееся его услугами, – *депонентом.*

Депозитарий и депонент заключают *депозитарный договор* (договор о счете депо)[904], который в обязательном порядке заключается в письменной форме и должен содержать целый ряд существенных условий, установленных в Законе о рынке ценных бумаг и Положении о депозитарной деятельности [905].

Заключение депозитарного договора не влечет за собой перехода к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента, поэтому на ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

Целесообразно ознакомиться с основными услугами, оказываемыми на практике депозитариями. Рассмотрим основные услуги, предлагаемые **депозитарием АКВ Росбанка[906]:**

– учет ценных бумаг клиентов, выпущенных в бездокументарной форме, а также обслуживание ценных бумаг, выпущенных в документарной форме;

– содействие при проведении корпоративных действий[907];

– проведение операций с иностранными ценными бумагами;

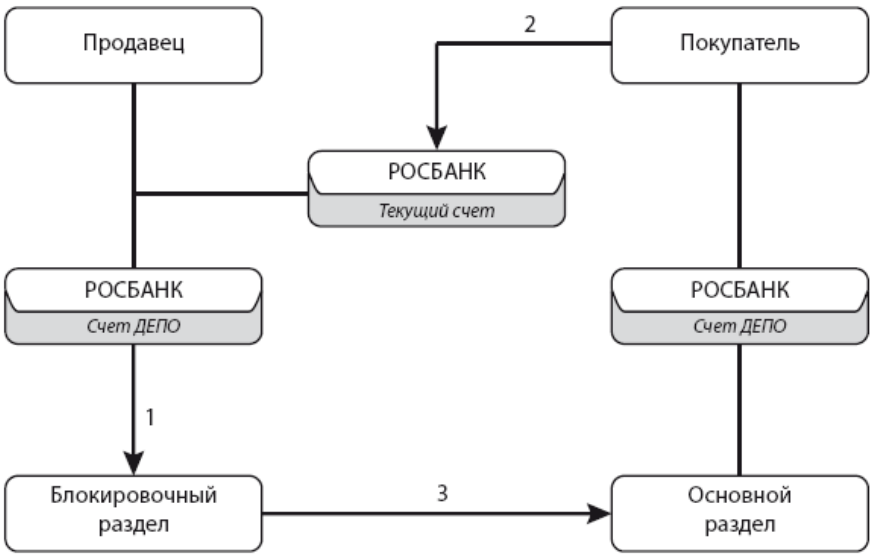
– организация централизованного хранения закладных;

– разработка индивидуальных схем и проведение гарантированных расчетов по сделкам купли-продажи блокирующих и контрольных пакетов ценных бумаг.

В последнем случае Депозитарий Росбанка предлагает своим клиентам комплекс персонифицированных услуг, связанных *с движением блокирующих и контрольных пакетов акций.* Получение покупателем ценных бумаг на счет в Депозитарии, в отличие от поступления денежных средств по сделке на текущий счет продавца в РосБанке, является основополагающим принципом, следование которому гарантирует каждой из сторон сделки исполнение контрагентом своих обязательств. Обеспечение данного принципа расчетов осуществляется на основании трехстороннего Соглашения о расчетах, заключаемого между Продавцом, Покупателем и Росбанком, который своим капиталом гарантирует исполнение данного Соглашения в соответствии с его условиями. Данное Соглашение определяет условия проведения сделки, ответственность и гарантии

участников. При этом Росбанк выступает как депозитарий и банк.

Минимально необходимым для обеспечения таких расчетов является: открытие Продавцом текущего денежного счета и счета депо в Росбанке, а Покупателем – только счета депо в Росбанке.



Основные этапы проведения расчетов:

1) после зачисления ценных бумаг на лицевой счет номинального держателя Росбанка в соответствующем реестре Продавец переводит ценные бумаги на блокировочный раздел; после проведения транзакции Депозитарий Росбанка уведомляет о зачислении ценных бумаг Продавца и Покупателя;

2) Покупатель переводит денежные средства на счет Продавца в Росбанк;

3) при поступлении денежных средств на счет Продавца Депозитарий Росбанка осуществляет перевод ценных бумаг с блокировочного раздела счета депо Продавца на основной раздел счета депо Покупателя[908].

Ключевым вопросом совершенствования учетной системы в России является создание **центрального депозитария.**

Как отмечается в специальной литературе, наиболее распространенной схемой организации национальной учетной системы рынка ценных бумаг является структура, содержащая один центральный депозитарий[909]. После долгих споров и обсуждений в России был принят Федеральный закон от 7 декабря 2011 года № 414-ФЗ «О центральном депозитарии». В 2012 году данные функции были возложены на небанковскую кредитную организацию закрытое акционерное общество

«Национальный расчетный депозитарий» (НКО ЗАО НРД)[910].

Интересно описание иностранных учетных систем, включающих в свой состав центральный депозитарий[911]. Согласно докладу международной рабочей группы (известному как *Доклад Группы 30*[912]*), сделанном в 1989 году, каждой стране было рекомендовано создать развитый и эффективно действующий центральный депозитарий.*

В соответствии с этими рекомендациями в развитых европейских странах в 90-х годах были созданы национальные центральные депозитарии (во Франции центральный депозитарий существовал уже с 1941 года). В последние годы учетные системы этих стран переживают следующий этап своего развития – создание международных институтов, выполняющих функции центрального депозитария для нескольких стран. Уже состоялось объединение в группу Euroclear центральных депозитариев Франции (в прошлом – SICOVAM, теперь Euroclear France), Бельгии (Euroclear Bank), Голландии (Euroclear Nederland) и Великобритании (CREST). Образовавшаяся группа теперь осуществляет функции центрального депозитария для соответствующих стран. Другая международно-клиринговая организация Clearstream была поглощена **Deutsche Börse Group** и теперь осуществляет функции центрального депозитария для Германии и Люксембурга.

Институты, выполняющие функции национального центрального депозитария, существуют во многих странах с переходной рыночной экономикой (например, в Польше, Венгрии, Словакии, Казахстане, Молдове).

При этом существуют примеры, когда функции центрального депозитария выполняются организацией де-факто, то есть без отдельного законодательного закрепления. Подобным примером являются США, где учет значительной части ценных бумаг сконцентрирован в одной организации (Депозитарная Трастовая Компания – The Depository Trust Company DTC), которая, хотя и не является центральным депозитарием США в соответствии с законом, фактически выполняет функции центрального американского депозитария.

Одним из важных последствий создания центрального депозитария является то, что в определенных законом случаях в реестре владельцев ценных бумаг может быть открыт

исключительно лицевой счет номинального держателя[913] центрального депозитария. Это справедливо, когда речь идет об эмитентах, обязанных осуществлять раскрытие (предоставление) информации[914]. Это означает, что другие депозитарии не имеют возможности открывать свои счета в реестрах этих эмитентов.

Как отмечает И. В. Керенский[915], это пресечет практику, когда между лицевым счетом номинального держателя и владельцем ценных бумаг создается цепочка из нескольких номинальных держателей, что затрудняет выявление владельца (в том числе и для контролирующих органов).

> Стоит отметить, что не все исследователи позитивно воспринимают факт появления в системе фондового рынка центрального депозитария. В частности, Е. В. Зенькович полагает, что исключительность права центрального депозитария на открытие счетов номинального держания в реестрах владельцев ценных бумаг не только противоречит интересам эмитентов и инвесторов, но и ведет к резкому ограничению конкуренции на рынке услуг по учету прав на ценные бумаги[916].

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Данная деятельность включает в себя сбор, фиксацию, обработку, хранение данных, составляющих реестр владельцев ценных бумаг, и предоставление информации из реестра владельцев ценных бумаг [917]. Лица, осуществляющие данную деятельность, именуются держателями реестра (регистраторами).

Одним из важных отличий деятельности регистратора от депозитария является заключение регистратором договора непосредственно с эмитентом ценных бумаг. Таким образом, регистратор ориентирован, прежде всего, на исполнение обязательств в первую очередь перед эмитентом и лишь во вторую очередь перед владельцем ценных бумаг, чего нельзя сказать про депозитарий, ориентированный на инвестора.

Что характерно, регистратор не вправе совершать сделки с ценными бумагами эмитента, реестр владельцев которых он ведет.

Деятельность регистратора, помимо Закона о РЦБ, регулируется *следующими основными подзаконными актами:*

– Положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг, утвержденное Постановлением ФКЦБ РФ от 2 октября 1997 года № 27;

– Приказ ФСФР РФ от 13 августа 2009 года № 09–33/пз-н «Об особенностях порядка ведения реестра владельцев именных

ценных бумаг эмитентами именных ценных бумаг»;

– Положения о порядке взаимодействия при передаче документов и информации, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг, утвержденные Приказом ФСФР России от 23 декабря 2010 года № 10–77/пз-н.

В связи с большим количеством случаев неправомерного списания ценных бумаг с лицевых счетов акционеров[918] в законодательстве был закреплен особый порядок привлечения к ответственности как регистратора, так и эмитента.

В настоящее время в п. 4 ст. 44 Закона об АО четко предусмотрена ответственность общества и регистратора за ведение и хранение реестра акционеров. При этом ответственность указанных лиц носит *солидарный характер*. Они несут ответственность за убытки, причиненные акционеру в результате утраты акций или невозможности осуществить права, удостоверенные акциями.

При этом п. 4 ст. 44 Закона об АО предусматривает, что должник, исполнивший солидарную обязанность, имеет право обратного требования (регресса) к другому должнику в размере половины суммы возмещенных убытков. Немаловажная деталь, условия осуществления данного права (в т. ч. размер обратного требования – регресса) могут быть определены соглашением между обществом и регистратором.

Законодатель особо оговаривает, что условия соглашения, устанавливающего порядок распределения ответственности либо освобождающего общество или регистратора от ответственности в случае причинения убытков по вине хотя бы одной из сторон, ничтожны.

Изложение в законодательстве порядка привлечения к ответственности общества и регистратора кажется сложным и запутанным. Обратимся к содержанию уже упоминавшегося п. 4 ст. 44 Закона об АО. Итак, при наличии вины только одного из солидарных должников виновный должник не имеет права обратного требования (регресса) к невиновному должнику, а невиновный должник имеет право обратного требования (регресса) к виновному должнику в размере всей суммы возмещенных убытков. При наличии вины обоих солидарных должников размер обратного требования (регресса) определяется в зависимости от степени вины

каждого солидарного должника, а в случае невозможности определить степень вины каждого из них размер обратного требования (регресса) составляет половину суммы возмещенных убытков.

Возникает несколько вопросов. Каким образом на практике будет определяться вина общества и регистратора? Какие факты будут свидетельствовать о наличии вины общества? И, наконец, самое главное, каковы критерии определения степени вины каждого должника?

Представляется сомнительным введение самого института солидарной ответственности общества и регистратора. Тем более что имеется довольно эффективный способ решения имеющейся проблемы – страхование ответственности регистратора. К сожалению, законодатель пошел по наиболее спорному пути решения проблемы возмещения акционерам причиненного вреда неправомерным списанием акций.

9.3. Деятельность по организации торговли на финансовом рынке. Клиринговая деятельность

Фондовая биржа изначально является тем местом, где осуществляются основные сделки на рынке ценных бумаг. Как правило, инициатива организации и финансирование биржи исходит от лиц, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке, – брокеров и дилеров. Администрация биржи выполняет функцию контроля над деятельностью профессиональных участников рынка[919]. Однако в последнее время коренным образом изменилась не только специфика совершения сделок на организованном рынке (посредством электронных сетей), но и сама модель функционирования биржевого института. От модели «биржа как элемент инфраструктуры» современный финансовый рынок подошел к модели «биржа как бизнес-проект и объект инфраструктуры». Разумеется, это привело к тому, что биржи стали все больше руководствоваться не интересами участников, а интересами своих акционеров и менеджеров [920].

> Эту особенность отмечает и В. Д. Миловидов. Он говорит, что традиционно и за рубежом, и в России *биржи развивались как совместный инфраструктурный институт брокеров, торгующих на рынке.* Биржи создавались участниками рынка в их интересах и для организации торгов. Постепенно зарубежные биржи стали акционироваться: размещать свои бумаги на организованных торгах. **На смену акционерам-брокерам пришли инвесторы-акционеры,** которых теперь *интересует не торговля на бирже, а биржа как бизнес.* Подобная трансформация собственности бирж стала менять их идеологию и политику по отношению к участникам рынка. Биржи все меньше зависят от брокеров и все больше руководствуются интересами бизнеса по организации торгов и учитывают интересы широкого круга акционеров. Больше внимания биржи начинают уделять инвесторам, желающим приобретать ценные бумаги на организованных торгах, по-новому смотрят на эмитентов, которые составляют ту самую емкость рынка, которая привлекает инвесторов[921].

В свете обозначенных выше обстоятельств проясняются мотивы отдельных изменений законодательства, затрагивающих сферу организации торговли на финансовом рынке[922].

Изменение терминологии. Вместо терминов «организатор торговли на рынке ценных бумаг» и «фондовая биржа»[923] вводятся соответственно «организатор торговли на финансовом рынке» и «биржа»[924]. Очевидно, данные изменения не учитывают особенности произошедших изменений: ценные бумаги уже не являются единственными финансовыми инструментами, находящимися в обороте на организованном рынке. Изменение названия как свидетельство более широкого круга сделок, совершаемых на данной площадке, также позволяет повысить капитализацию самой биржи с точки зрения инвесторов.

Организация торговли исключается из перечня видов деятельности, относимых к профессиональной. Это не говорит о прекращении лицензирования, однако подчеркивает новый подход к восприятию бирж, хоть и являющихся элементами инфраструктуры, но требующих особого регулирования в силу специфики своей деятельности по организации торгов.

В качестве биржи может выступать исключительно акционерное общество. Это важное изменение. Раньше фондовые биржи могли осуществлять свою деятельность либо в форме некоммерческого партнерства, либо акционерного общества. В этом как раз и проявлялась прежняя биржевая модель. Окончательное закрепление акционерного общества как организационно-правовой формы подчеркивает ориентацию биржи на акционеров, заинтересованных в получении прибыли от инвестиций.

Еще до изменения правового регулирования организаторов торговли на отечественном финансовом рынке произошло не менее значимое событие – **объединение бизнесов**[925] **двух ведущих компаний:** ЗАО **ММВБ и** ОАО **«РТС» (в 2010–2011 годах).** В результате была образована т. н. группа «Московская Биржа» на базе ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС». Разумеется, не все профессиональные участники рынка были за произошедшее объединение. Например, по словам Председателя правления брокерской компании ITinvest Владимира Твардовского, никто особо не спрашивал мнения участников торгов, хотя брокеры и банки в массе своей были настроены негативно[926].

Отмечались следующие минусы данного процесса. Отсутствие конкуренции может привести ктому, что на

рынке не будут появляться новые финансовые инструменты, интересные для инвестиций, появление новых продуктов на биржах было связано с внутренней конкуренцией, которой теперь не будет. Кроме этого, многие участники опасаются повышения тарифов на услуги биржи[927]. Справедливо отмечалось, что профессиональные участники не смогут теперь влиять на внутреннюю политику биржи[928]. Также имелись в виду юридические проблемы, связанные с реализацией соглашения, заключенного акционерами обществ в целях объединения[929].

Однако, по мнению представителей ФСФР, высказанному еще в середине 2000-х годов, в России возможно два пути развития биржевого бизнеса: либо объединение, либо раздел рынка по принципу «одна площадка – один инструмент» с целью исключить дублирование функций. В 2000-х годах биржи конкурировали между собой: например, ММВВ запустила площадку по торговле определенными инструментами, и РТС тут же подхватила инициативу конкурента. Следовательно, процесс объединения бирж был практически неизбежен.

В то же время создание единой биржи может привести к объединению ресурсов и развитию отечественного рынка ценных бумаг, привлечению иностранных инвесторов, к созданию условий для конкуренции с иностранными торговыми площадками.

Следует обратить внимание, что укрупнение бирж является мировой тенденцией. Например, NYSE Group (Группа Нью-Йоркской фондовой биржи) и Euronext (одна из крупнейших бирж в Европе) объединились в NYSE Euronext. В свою очередь, другой резидент США – NASDAQ осуществил объединение с OMX– крупнейшей фондовой биржей в Скандинавии[930]. В конце 2012 года появилась информация о намерении Intercontinental Exchange Inc., являющейся биржей, на которой совершаются сделки, прежде всего, с товарными фьючерсами, установить контроль над NYSE Euronext [931].

Основными нормативными актами, регулирующими деятельность по организации торговли на финансовом рынке, являются Закон о рынке ценных бумаг и Закон об организованных торгах.

Среди организаторов торговли выделяют **биржи**[932] и **торговые системы**[933]**. В законе отсутствуют исчерпывающие определения указанных лиц: в соответствующих нормах просто делается привязка статуса биржи или торговой системы к факту получения лицензии.**

В то же время можно выделить следующие базовые требования, предъявляемые законодательством к организаторам торговли[934]:

1. Деятельность организаторов торговли подлежит **лицензированию** (лицензия биржи или торговой системы).

2. Организатором торговли может быть исключительно **хозяйственное общество** (биржа – только акционерное общество).

3. Организаторам торговли **запрещено** *заниматься определенными видами деятельности* (например, производственной, торговой, страховой деятельностью, деятельностью кредитных организаций и т. п.[935]).

4. Организатор торгов с их участниками заключает **договор** *об оказании услуг по проведению организованных торгов.* При этом заключение договора происходит путем присоединения к указанному договору, условия которого предусмотрены правилами, утвержденными организатором торгов [936].

5. Работники и внутренняя структура организатора торговли должны *соответствовать установленным в законе требованиям*[937]:

1) наличие высшего образования и необходимого профессионального опыта, а также соответствие квалификационным требованиям (наличие квалификационного аттестата) и иным требованиям, указанным в законе[938];

2) создание совета директоров (наблюдательного совета) и коллегиального исполнительного органа, при этом передача полномочий единоличного исполнительного органа управляющему или управляющей организации запрещена;

3) организация биржевого совета и (или) собственного совета для каждой торговой (биржевой) секции, который вправе давать органам управления биржи определенные рекомендации.

6. Организатор торговли обязан контролировать следующее:

1) соответствие участников торгов требованиям, установленным правилами организованных торгов, а также соблюдение ими этих правил;

2) соответствие допущенных к организованным торгам ценных бумаг и их эмитентов требованиям, установленным правилами организованных торгов;

3) соблюдение эмитентом и иными лицами условий

договоров, на основании которых ценные бумаги были допущены к организованным торгам;

4) операции, осуществляемые на организованных торгах в случаях, установленных законодательством (например, в целях противодействия использования инсайдерской информации и (или) манипулированию рынком).

7. Лицами, имеющими возможность прямо или косвенно распоряжаться 5 % голосов акций или долей участия организатора торговли не могут быть:

1) юридические лица, зарегистрированные в оффшорных зонах[939];

2) юридические лица, у которых за определенное нарушение была аннулирована (отозвана) лицензия[940];

3) физические лица, не соответствующие требованиям, предъявляемым к членам органов управления и топ-менеджерам организатора торговли[941].

8. Закон предъявляет особые требования и к минимальному размеру собственных средств организаторов торговли: для биржи это не менее 100 млн рублей, а для торговой системы – 50 млн рублей.

Согласно данным ФСФР, по состоянию на февраль 2013 года в России фондовым биржам выдано только 4 лицензии. Причем две из них были предоставлены юридическим лицам, входящим в группу «Московская Биржа»: ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» и ЗАО «Фондовая биржа ММВБ»[942]. Фактически именно Московская Биржа является крупнейшей на российском рынке ценных бумаг. Интересно, что крупнейшими акционерами биржи [943] являются юридические лица, так или иначе находящиеся под контролем Российской Федерации: Банк России – 22,474 %; ОАО «Сбербанк России» – 9,573 %, Внешэкономбанк – 8,042 %, Банк ВТВ – 5,586 %.

В 2012–2013 годы в целях привлечения инвестиционных ресурсов Московская Биржа начала процедуру размещения своих акций[944]. При этом по заявлению ее представителей основными направлениями ее деятельности является развитие инфраструктуры и бизнес-практик, локальной инвестиционной базы и привлечение иностранных инвесторов[945].

9.4. Клиринговая деятельность

Совершать сделки на рынке ценных бумаг было бы крайне затруднительно без наличия системы учета взаимных обязательств сторон по договорам и осуществления расчетов по ним. Особенно это актуально для организованного рынка, где происходит огромное количество сделок, как правило, среди ограниченного круга лиц. Разумеется, при таких обстоятельствах участникам разумнее не исполнять обязательства, так как это отвлекает большое количество финансовых и организационных ресурсов, но с помощью системы учета взаимных обязательств можно свести к минимуму количество переводов как денежных средств, так и ценных бумаг.

> Вот как описывает зарождение клиринга в XIX веке в США Теодор Драйзер: «Железные дороги уже протянулись на юг, на восток, на север и на запад. Но еще не было автоматической регистрации курсов, не было телефона; в Нью-Йорке совсем недавно додумались до расчетной палаты, в Филадельфии она еще не была учреждена. Ее заменяли рассыльные, метавшиеся между банками и биржевыми конторами; они же сводили балансы по банковским счетным книжкам, обменивали векселя и раз в неделю переправляли в банк золотую монету – единственное средство для окончательного расчета по задолженности, так как твердой государственной валюты в те времена не существовало. На бирже, когда гонг возвещал о прекращении сделок на сегодняшний день, в середине зала – точь-в-точь как в Лондоне – собирались в кружок молодые люди, именовавшиеся „расчетными клерками“; они сверяли и подытоживали всевозможные покупки и продажи, аннулируя те из них, которые взаимно погашались в результате повторных сделок между фирмами. Заглядывая в счетные книги, они выкрикивали сделки, которые были произведены за день: „Делавэр и Мериленд“ продала компании„Бомонт“,„Делавэр и Мериленд“ продала компании „Тай“ и т. д.»[946]

Согласно действующему законодательству[947], **клиринг** – определение подлежащих исполнению обязательств, возникших из договоров, в том числе в результате осуществления неттинга обязательств, и подготовка документов (информации),

являющихся основанием прекращения и (или) исполнения таких обязательств.

При этом под **неттингом** понимается полное или частичное прекращение обязательств, допущенных к клирингу, зачетом и (или) иным способом, установленным правилами клиринга.

Как уже отмечалось выше, клиринговая деятельность с 1 января 2013 года исключена из числа профессиональных, хотя и подлежит лицензированию. Закон о клиринге предъявляет обширный перечень требований к осуществлению данного вида деятельности. В общих чертах он совпадает с требованиями, перечисленными в отношении организаторов торговли на финансовом рынке[948].

Клиринг осуществляется на основании договора об оказании клиринговых услуг, заключение которого происходит путем присоединения к нему. Условия договора предусмотрены правилами клиринга (далее Правила), утвержденными клиринговой организацией и зарегистрированными ФСФР[949].

Выделим следующие **базовые особенности** осуществления клиринга на финансовом рынке:

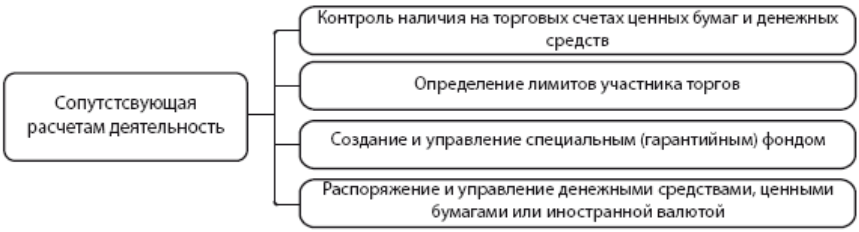
1. Если это допускается Правилами, происходит формирование клирингового пула. В него включаются обязательства участников клиринга. Одно и то же обязательство может быть одновременно включено только в один пул. Кроме этого, в клиринговый пул могут быть включены также обязательства, возникшие по итогам клиринга обязательств, включенных в другой пул.

2. В ходе клиринга для участников этого процесса могут открываться различные виды счетов:

1) специальные торговые счета (банковский счет или счет депо): на них соответственно учитываются денежные средства и финансовые инструменты, по этим счетам клиринговая организация вправе давать распоряжения;

2) клиринговые счета (банковский счет или счет депо): они открываются самой клиринговой организацией, но при этом она не вправе перечислять на клиринговый счет собственное имущество.

Этапы клиринговой деятельности
Определение обязательства
Анализ итоговых, сверочных документов на их подлинность и правильность оформления
Вычисление денежной суммы, которая должна быть уплачена, и количество ценных бумаг, подлежащих передаче
Оформление итоговых расчетных документов и проведение расчетов
Неттинг
Вычисление денежных сумм, которые подлежат переводу
Вычисление колличества ценных бумаг, которые должны быть опставлены по итогам сделки
Осуществление взаимозачетов встречных требований
Калькуляция чистых требований или чистых обязательств участников клиринга
Определение и подсчет «позиций»
Закрытая позиция
Короткая позиция
Длинная позиция
Окончательный платеж («ликвидация позиции» или «урегулирование позиции»)


Сопутстсвующая расчетам деятельность
Контроль наличия на торговых счетах ценных бумаг и денежных средств
Определение лимитов участника торгов
Создание и управление специальным (гарантийным) фондом
Распоряжение и управление денежными средствами, ценными бумагами или иностранной валютой

Важным моментом для развития инфраструктуры рынка является создание системы **репозитариев.** Как отмечает директор Департамента финансовой стабильности Банка России В. В. Чистюхин, зарубежные правовые документы определяют **торговый репозитарий** как *инфраструктурную организацию финансового рынка, которая поддерживает централизованную базу данных об операциях с финансовыми инструментами.* При этом *основными целями* создания репозитариев являются следующие: формирование информационной базы для оценки степени системных рисков, связанных с проведением операций с определенными финансовыми инструментами, и осуществление надзора за участниками финансового рынка в части соблюдения ими требований законодательства[950].

Причины возникновения репозитариев

Причины
Рост объёма сделок с производными финансовыми инструментами на внебиржевом рынке
Рост числа участников операций с производными финансовыми инструментами
Увеличение количества типов производных финансовых инструментов на рынке
Усложнение взаимосвязей участников на рынке
Применяемые меры
Создание универсальных идентификаторов для участников
Эффективные каналы доступа к информации по сделкам
Стандартизация договоров и отчетности по внебиржевым сделкам
Разработка классификации внебиржевых деривативов
Разработка мер по котролю и регулированию рынка
Возможность применения механизма ликвидационного неттинга
Создание торговых репозитариев

Корпоративный сайт НКО ЗАО НРД http://www.nsd.ru./ru/services/repository/faq/index. php?id36 = 407 &usage36 = 2

Следует отметить, что репозитарии пока еще недостаточно урегулированы в российском законодательстве[951]. В то же время законодательство содержит общие положения об этой деятельности. В частности, п. 6. ст. 51.5 Закона о РЦВ предусматривает необходимость ведения реестров договоров репо и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, заключенных вне организованных торгов, а также договоров иного вида, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора)[952]. В качестве лиц, осуществляющих ведение таких реестров, выступают саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг, клиринговая организация и биржа.

В конце 2012 года репозитарную деятельность начала осуществлять НКО ЗАО НРД, одновременно обладающая статусом центрального депозитария [953].

Краткие выводы

1. В настоящее время Закон о рынке ценных бумаг не содержит смыслового определения понятия «профессиональный участник рынка ценных бумаг». В законодательстве не выработаны четкие критерии отнесения тех или иных видов деятельности, осуществляемых на рынке, к профессиональной. При этом отдельные виды деятельности, несмотря на их роль в функционировании рынка, относятся законом к профессиональной, а другие, хотя и упоминаются в законодательстве, в качестве таковых не признаются.

2. Согласно Закону о рынке ценных бумаг, к числу профессиональных участников рынка ценных бумаг относятся лица, осуществляющие следующие виды деятельности:

– брокерская деятельность;

– дилерская деятельность;

– деятельность по управлению ценными бумагами;

– депозитарная деятельность;

– деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;

– деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг (до 1 января 2014 года).

3. Существует два вида лицензий, которые могут быть выданы соискателю: лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг и лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра.

4. Особенности осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг:

1) деятельность осуществляется исключительно юридическими лицами;

2) наличие лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;

3) соответствие собственных средств профессионального участника и иных его финансовых показателей, установленным нормативам и показателям;

4) соблюдение требований по отношению к организационной структуре, членам органов управления и кадровому составу профессионального участника.

5. Профессиональные участники рынка ценных бумаг вправе совмещать свою деятельность на рынке с иными видами деятельности в порядке, предусмотренном законодательством.

6. Деятельность рейтинговых организаций не отнесена к числу профессиональных и не получила более или менее детального регулирования ни в России, ни за рубежом. Однако

она требует более детального правового регулирования, но не на уровне подзаконных актов, а в рамках федерального законодательства.

7. Профессиональных участников рынка ценных бумаг можно разделить на две группы:

1) лица, совершающие инвестиционные сделки на рынке ценных бумаг (брокеры, дилеры, управляющие);

2) лица, обеспечивающие функционирование учетной системы рынка ценных бумаг (регистраторы и депозитарии).

Контрольные вопросы

1. Какие существуют особенности правового регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг?
2. Назовите виды деятельности на рынке ценных бумаг, отнесенные к профессиональным.
3. В чем состоят особенности осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг?
4. Какие вы можете назвать требования к совмещению видов деятельности профессиональными участниками?
5. Чем отличаются между собой брокерская и дилерская деятельность?
6. Вправе ли физическое лицо осуществлять доверительное управление ценными бумагами?
7. В чем заключается роль организатора торговли на рынке ценных бумаг?
8. Какие требования к членам органов управления биржи предъявляются современным законодательством?
9. Каковы сходства и различия между депозитарной деятельностью и деятельностью по ведению реестра ценных бумаг?
10. В чем состоят основные особенности деятельности центрального депозитария?
11. В чем заключается специфика клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг?
12. Дайте определение понятию «репозитарий» и обозначьте необходимые условия для начала его работы.

Основная литература

Астапов К. Л. Риски и конфликты интересов при совмещении видов деятельности на рынке ценных бумаг//Законодательство и экономика. – 2009. – № 10.

Васильев М. Б. О правовой природе договора брокерских услуг на рынке ценных бумаг// Журнал российского права. – 2005. – № 10. Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.

Кудряшов В. В. Некоторые проблемы международно-правового регулирования кредитных рейтинговых агентств// Российская юстиция. -2010,– № 6.

Кузнецов М. В. Понятие и признаки профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг// Предпринимательское право. – 2010. – № 3. МайфатА. В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования, – М.: Волтере Клувер, 2007. – 312 с.

Макарова В. А. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг. – СПб., 2011.– 187с.

Петросян Э. С. Маржинальные сделки // Право и экономика. -2008,– № 4.

Семилютина Н. Г Российский рынок финансовых услуг (формирование правовой модели). – М.: Волтере Клувер, 2005. – 336с.

Дополнительная литература

Haar B. Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence [Electronic recourse] // Law Legal Studies Research Paper Series. – URL: http://ssrn. com/abstract = 2196828. – 20 p.

Hasan I.,Schmiedel H.,Song L.Howstockexchangemergersand acquisitions affect competitors' shareholder value global evidence// Handbook of Research on Stock Market Globalization/ed. by G. Poitras. – Edward Elgar Pub, 2012,– 328 p.

Möllers, Thomas M.J. Regulating Credit Rating Agencies: the new US and EU law-important steps or much ado about nothing? [Electronic recourse] // Capital Markets Law Journal. – 2009. – Vol. 4. – No. 4. – URL: http://ssrn.com/abstract = 1709361. – 24p.

Габов А. В., Молотников А. Е. Взаимодействие государственных органов стран АТЭС в части регулирования финансовых рынков // В преддверии саммита АТЭС: правовые механизмы региональной интеграции: монография/под ред. ак-ка РАН Т. Я. Хабриевой. – М.: Статут, 2012. Зенькович Е. В. Организационно-правовые проблемы деятельности инфраструктурных институтов финансового рынка // Правовое регулирование фондовых рынков: практика России и зарубежных стран/отв. ред. Н. И. Михайлов. – М., 2012. – 146с.

Керенский И. В. В России появится новый профессиональный участник рынка ценных бумаг – центральный депозитарий [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс. – [Б.м.], 2011. – URL: http://base. consultant.ru, – (Доступ ограничен).

Константинов Г Л. О некоторых проблемных аспектах правового статуса сторон договора доверительного управления на рынке ценных бумаг в России // Банковское право. – 2009. – № 5.

Куракин Р. С. Субъекты биржевого рынка. – М.: Юрлитинформ, 2013. -224с.

Ляшко Ю. Биржа, которая не стоит на месте // Депозитариум. – 2012. -№ 12 (118).

О совершенствовании регулирования финансового рынка. Аналитические материалы/науч. ред. В. С. Плескачевский и П. М. Ланских. – М., 2008.

Петров В. О. Лицензирование участников рынка ценных бумаг Российской Федерации: особенности правового регулирования // Юридический мир. – 2011. – № 5.

Ротко С. В. Депозитарная деятельность на рынке ценных бумаг// Юрист – 2009. – № 1.

Черкасский Б. Центральные депозитарии: что было, что

будет… //Депозитариум. – 2012. – № 1.

Глава 10
Государственное регулирование рынка ценных бумаг

Биржа не базар; на ней не может применяться полицейская власть, здесь нужна другая, более всеобъемлющая власть.

П. П. Цитович, 1896 год

1. Понятие и особенности государственного регулирования рынка ценных бумаг.

2. Органы, осуществляющие государственное регулирование рынка ценных бумаг в России.

3. Современные тенденции государственного регулирования рынка ценных бумаг в РФ.

Глоссарий

Государственное регулирование экономики — это деятельность государства в лице его органов, направленная на реализацию государственной экономической политики с использованием специальных средств, форм и методов.

Мегарегулятор на финансовом рынке — орган государственной власти или специально созданное юридическое лицо, которое обладает властными полномочиями по осуществлению централизованного регулирования финансовым рынком.

Процедура повышения капитализации банков — это комплекс мероприятий, направленных на реализацию права Российской Федерации по осуществлению повышения капитализации банковских кредитных организаций, являющихся акционерными обществами, путем обмена облигаций федерального займа на привилегированные акции таких банков.

Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг — это добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующее в соответствии с законом о рынке ценных бумаг и функционирующее на принципах некоммерческой организации.

Финансовая услуга — банковская услуга, страховая услуга, услуга на рынке ценных бумаг, услуга по договору лизинга, а также услуга, оказываемая финансовой организацией и связанная с привлечением и (или) размещением денежных средств юридических и физических лиц.

10.1. Понятие и функции государственного регулирования на рынке ценных бумаг

Государственное регулирование является важным элементом управления экономикой. Сложно себе представить экономическую модель, в которой не было бы места государственному регулирующему воздействию. Как отмечает Е. П. Губин, *объективная необходимость* государственного регулирования рыночных отношений проистекает из ограниченности возможностей рынка в производстве общественных товаров, что является основным мотивом вмешательства государства в сферу экономики, а также из наличия негативных последствий функционирования рыночной экономики[954].

Ученые, изучающие различные аспекты экономических процессов, как правило, *не отрицают необходимость воздействия на них со стороны государства.* Основной акцент делается на степени и методах такого воздействия. Это может быть либо *увеличение активности государства в сфере управления экономикой* (Джон Кейнс), либо *увеличение роли частного сектора в направлении воздействия на экономические процессы* (Милтон Фридман и другие представители Чикагской экономической школы)[955].

Традиционно необходимость государственного регулирования объясняется т. н. концепцией «провала рынка» (market failure), согласно которой, чисто рыночные механизмы не в состоянии добиться результатов, которые соответствовали бы публичным интересам[956].

Фондовый рынок изначально является камнем преткновения различных подходов по вопросу государственного регулирования экономики. Новые способы осуществления торговли, ранее неизвестные рынку разновидности ценных бумаг, особенности совершения сделок – все это порождает ожесточенные споры о необходимости государственного вмешательства. Правда, первые попытки государства регулирования новых отношений сводились к запрету, как например, в случае со срочными сделками. Позже пришло осознание важности **не запрета,** а **тщательного регулирования** происходящих на рынке процессов[957].

> Вспомним историю о запрете т. н. коротких продаж, которая привела к исключению нидерландского предпринимателя Исаака Ле Мэйра (Isaac Le Maire) из

состава акционеров VOC в начале XVII века и последующему рассмотрению многих сделок, совершаемых на фондовом рынке, как проявлениям безнравственных азартных игр. Показательна история с **Законом Сэра Джона Бернарда 1734 года,** когда в Англии запретили опционы и заключение договоров, предметом которых являлись ценные бумаги, отсутствующие на момент заключения у продавца[958].

Два подхода к воздействию на фондовый рынок ярко проявились во время встречи Наполеона III с биржевыми синдиками[959], именно тогда монарх начал критиковать срочные сделки. Один из присутствующих сказал: «Ваше величество! Когда водовоз привезет мне бочку воды из Сены, и я ему закажу привезти 100 бочек, то он возьмет подряд, хотя у него в наличности в данный момент времени нет воды, но у него есть река Сена, откуда он добудет ее. В таком же положении находится и биржевик – он заключает срочную сделку, а биржа для него то же, что река Сена для водовоза…»[960].

Итак, **государственное регулирование экономики** – это деятельность государства в лице его органов, направленная на реализацию государственной экономическом политики с использованием специальных средств, форм и методов[961].

При этом, как отмечает С. **Н.** Шишкин, **целью государственного регулирования** экономики является обеспечение реализации и защиты публичных интересов. Что очень важно, ведь без государственного вмешательства в экономику невозможно обеспечить соблюдение прав и свобод, закрепленных Конституцией РФ [962]. Из этого следует, что частные интересы почти не учитываются. Таким образом, государственное регулирование экономики вряд ли можно признать эффективным, так как игнорируются интересы субъектов предпринимательской деятельности. Вот почему более подходящей следует признать следующую цель государственного регулирования экономики – *баланс между необходимостью обеспечения реализации и защиты публичных интересов с одной стороны и частных – с другой*[963]. *В нормативных актах можно встретить следующее обозначение данной цели: установление оптимального уровня регулирования*[964].

Следует обратить внимание на выявленные Ю. А. Тихомировым *подходы к природе и объему государственного регулирования,* среди которых можно выделить установление и обеспечение государством общих правил поведения

(деятельности) субъектов общественных отношений и их корректировку, императивные и преимущественно административно-правовые способы регулирования, триединое регулирование в экономической сфере (единые правила, различные режимы, индивидуальные административные акты) и, наконец, государственное воздействие, требующее модификации институтов государства[965].

Изучая особенности **государственного регулирования экономики,** необходимо уточнить вопросы, связанные с толкованием терминов, так или иначе используемых при рассмотрении данного вопроса.

Как отмечает Е. П. Губин, сравнивая термины *государственное регулирование, управление и воздействие,* термин *управление* следует рассматривать как более широкую категорию, чем регулирование, и, следовательно, понятие государственного управления шире по сравнению с государственным регулированием.

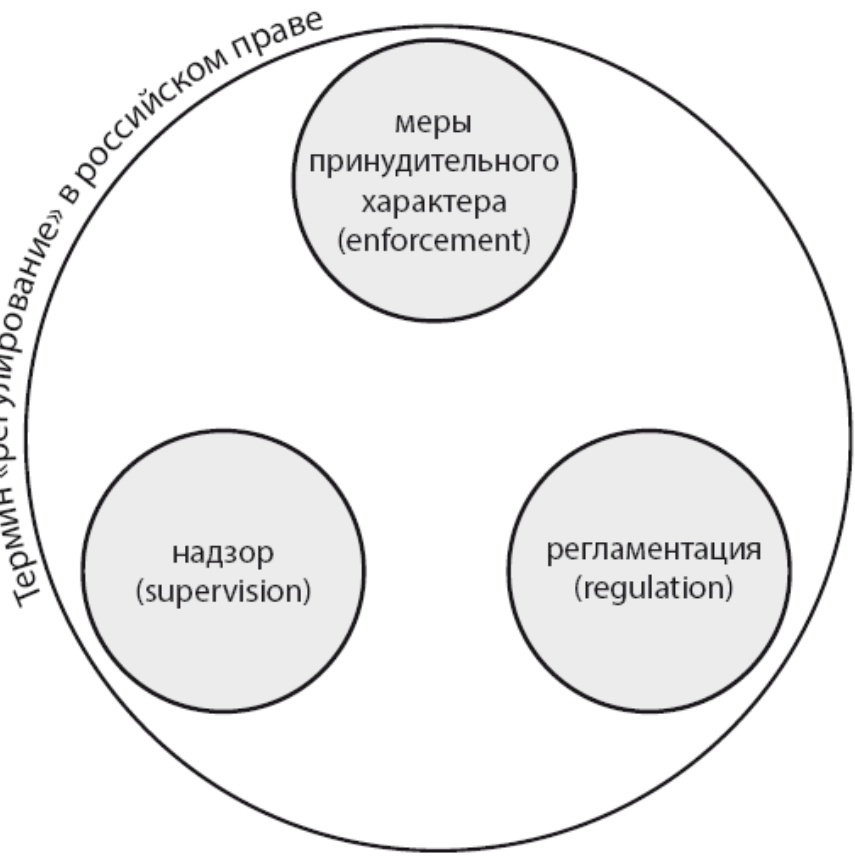
Что касается категории воздействия, в том числе и государственного воздействия, это также следует рассматривать как более широкое явление по сравнению с государственным регулированием. Воздействие осуществляется не только путем регулирования, но и в результате, например, координации, контроля и т. д.[966]

И. М. Лифшиц со своей стороны, анализируя законодательство различных стран, констатирует, что правовое регулирование, понимаемое им как организующее, упорядочивающее воздействие, осуществляемое посредством установления и применения правовых норм, намного шире по значению, чем английское слово «regulation». Это связано с тем, что последнее означает только регламентацию какой-либо деятельности путем установления норм. При этом, рассматривая процесс регулирующего властного воздействия на определенные отношения, отметим следующие моменты:

– надзор (supervision) применительно к сфере финансовых рынков – деятельность специально уполномоченного государственного или интеграционного органа по выдаче участникам рынка разрешений на занятие определенными видами профессиональной деятельности, в том числе на разовые акции (например, на выпуск ценных бумаг), по наблюдению за участниками рынка на основании

периодически представляемой отчетности, результатов проверок в целях выявления соответствия деятельности участников рынка установленным нормам, различают банковский, страховой, фондовый надзор;

– меры принудительного характера (enforcement), меры правового принуждения, правопринуждение – меры, принимаемые уполномоченным государственным или интеграционным органом при выявлении правонарушений, это может быть отзыв разрешения на ведение профессиональной деятельности, обращение в суд с соответствующим иском и привлечение к ответственности [967].



Таким образом, государственное регулирование на рынке ценных бумаг призвано обеспечить баланс публичных и частных интересов. А это крайне сложная задача, требующая простых и ясных целей и принципов регулирования. Стоит отметить, что принципы государственной политики на отечественном рынке

ценных бумаг нашли свое закрепление еще в 1996 году, когда была утверждена *Концепция развития рынка ценных бумаг.* При этом все принципы были разделены на две группы:

1. Важнейшие принципы государственной политики на рынке ценных бумаг.

2. Основные принципы государственного регулирования рынка ценных бумаг.

Правда, остается неясным, в чем законодатель увидел различие между принципами государственной политики и государственного регулирования.

К **важнейшим принципам** относятся следующие:

1) *принцип государственного регулирования рынка ценных бумаг,* основанный на том, что государство, выполняя универсальную функцию по защите законных прав и интересов граждан, осуществляет меры по защите прав участников рынка ценных бумаг на основе лицензирования и регулирования всех видов профессиональной деятельности на этом рынке;

2) *принцип единства нормативно-правовой базы, режима и методов регулирования рынка на всей территории Российской Федерации;*

3) принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования, который означает, что государство регулирует деятельность субъектов рынка лишь в тех случаях, когда это необходимо, и делегирует часть своих нормотворческих и контрольных функций профессиональным операторам рынка ценных бумаг, объединенным в саморегулируемые организации;

4) принцип равных возможностей, который означает следующее:

– стимулирование государством конкуренции на рынке ценных бумаг через отсутствие преференций для отдельных его участников;

– равенство всех участников рынка перед органами, осуществляющими его регулирование;

– гласное и конкурсное распределение государственной поддержки различных проектов на рынке;

– отсутствие преимуществ у государственных предприятий, функционирующих на рынке, перед коммерческими[968];

– запрет государственным органам давать публичные оценки профессиональным участникам рынка;

– отказ от государственного регулирования цен на услуги профессиональных участников рынка (кроме компаний – реестродержателей).

5) *принцип преемственности государственной политики на*

рынке ценных бумаг, означающий последовательность государственной политики и ее приверженность складывающейся российской модели рынка ценных бумаг;

6) *принцип ориентации на мировой опыт и учета тенденции глобализации финансовых рынков,* означающий следование рекомендациям Группы 30[969] в целях создания цивилизованного и конкурентоспособного рынка ценных бумаг, а также предполагающий разработку взвешенной политики по отношению к иностранным инвесторам и иностранным участникам российского рынка ценных бумаг.

Несложно заметить, что многие из указанных принципов так и не были реализованы, другие просто-напросто были проигнорированы в результате изменения ситуации на рынке.

Вряд ли можно говорить о реальном воплощении *принципа максимального саморегулирования,* причина этого – не только негативный опыт финансового кризиса 2008 года, потребовавшего серьезного государственного вмешательства в регулирование рынка, даже несколько лет спустя после закрепления данного принципа исследователи отмечают, что правовых и экономических возможностей существующих саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка в России пока недостаточно для эффективного саморегулирования рынка [970].

Ситуация с *лицензированием профессиональных участников* также сложна и запутана: вспомним отсутствие ясных и четких критериев отнесения той или иной деятельности к профессиональной[971]. Кроме этого, нельзя согласиться и с тем, что в современных условиях отсутствуют преимущества у государственных предприятий, в особенности, если подойти к данному принципу в широком смысле, анализируя положение всех юридических лиц, созданных государством, и рассмотреть, например, положение на рынке государственных корпораций.

Например, **Внешэкономбанк** вправе осуществлять на рынке ценных бумаг дилерскую, депозитарную деятельность, а также деятельность по управлению ценными бумагами, доверительное управление денежными средствами и иным имуществом, в том числе находящимся в государственной собственности[972]. Одновременно с этим упомянутое юридическое лицо наделено правом выпуска не только облигаций, но и

иных ценных бумаг[973].

Другой пример – **Банк России,** имущество которого находится в федеральной собственности, является, помимо этого, органом банковского регулирования и банковского надзора[974], регистрирует эмиссию ценных бумаг кредитными организациями[975] и вдобавок выступает в качестве инвестора на организованном рынке[976], владеет контрольным пакетом акций (52,32 %) ОАО «Сбербанк России»[977].

К числу **основных принципов** государственного регулирования рынка ценных бумаг Концепция относит:

1) функциональное регулирование в сочетании с институциональным регулированием по вопросам организации контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка;

2) использование механизмов саморегулирования рынка, создаваемых при помощи государства и под его контролем;

3) распределение полномочий по регулированию рынка между Российской Федерацией и ее субъектами, а также различными органами исполнительной власти;

4) приоритет в защите мелких инвесторов и населения, всех форм коллективных инвестиций при развитии системы регулирования рынка;

5) приоритет в развитии инфраструктурных организаций;

6) максимальное снижение и разделение рисков;

7) поддержка конкуренции на рынке;

8) предотвращение или частичное снятие конфликтов интересов на основе регулирования вопросов совмещения видов профессиональной деятельности.

К сожалению, данные принципы явно *дублируют* первую группу, при этом непонятно, как планировалось реализовывать отдельные принципы, такие как приоритет в развитии инфраструктурных организаций. В других случаях не совсем ясно, что вкладывалось в то или иное понятие. Как верно заметил Александр Хелгардт (Alexander Hellgardt), рассматривая цели регулирования финансовых рынков, нередко они выражены чрезмерно широко и нечетко. В качестве примера исследователь приводит «финансовую стабильность» и «целостность рынка», при этом отмечает, что даже более ясное на первый взгляд понятие «защита инвесторов» при более тщательном анализе не так однозначно, как кажется, – существует множество групп инвесторов: от хедж-фондов до фондов, объединяющих пенсионные накопления граждан[978].

Возможно, учитывая обозначенные проблемы, современные регулирующие органы решили отказаться от конструирования принципов и сконцентрировались на *целях и задачах государственного регулирования*. Например, цель Стратегии развития финансового рынка до 2020 года обозначена довольно лаконично: формирование конкурентоспособного самостоятельного финансового центра. Для достижения данной цели предполагается решить следующие **задачи развития финансового рынка:**

1) повышение емкости и прозрачности финансового рынка;

2) обеспечение эффективности рыночной инфраструктуры;

3) формирование благоприятного налогового климата для его участников;

4) совершенствование правового регулирования на финансовом рынке[979].

Правда, Стратегия не поясняет, что имеется в виду под финансовым центром, каковы его признаки и основные характеристики. Будет ли достигнута поставленная цель в случае реализации задач, иными словами, будет ли улучшение правового регулирования и создание рыночной инфраструктуры свидетельствовать о создании финансового центра? Или для этого все же нужно использовать некие иные показатели, например, уровень инвестиций, количество размещений ценных бумаг на организованном рынке и т. п.?

Определение международного финансового центра содержится в Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года[980]. Итак, **международный финансовый центр** (МФЦ) – это система взаимодействия организаций, нуждающихся в привлечении капитала, и инвесторов, стремящихся к размещению своих средств, которая охватывает участников из многих стран.

Однако в данном документе также отсутствует *разъяснение о сути МФЦ*. Некоторым образом проясняет позицию регулирующих органов Концепция создания МФЦ. В ней были обозначены *критерии конкурентоспособности центра*[981]:

1) **регулирование финансовых рынков** (законодательство, регулирующие органы, налогообложение, судебная система, практика правоприменения и т. д.);

2) **уровень развития национального рынка**

(разнообразие доступных финансовых инструментов, уровень развития финансовой инфраструктуры, наличие специального рынка ценных бумаг для молодых и быстрорастущих компаний, развитость институциональных инвесторов, вовлеченность населения в операции на финансовых рынках, роль рейтингов независимых агентств);

3) **интегрированность в глобальные рынки капитала** (доступ иностранных участников к национальному финансовому рынку, доступ внутренних инвесторов к активам, торгующимся за рубежом, доступ иностранных активов к обращению и размещению в стране, соответствие национальных стандартов бухгалтерской отчетности мировой практике);

4) **наличие квалифицированного персонала;**

5) **социальная и бизнес-инфраструктура;**

6) **общая конкурентоспособность национальной экономики** (имидж и бренд МФЦ, доверие бизнеса и потребителей и т. д.).

Что характерно, в Концепции содержатся и *целевые показатели развития МФЦ в Российской Федерации,* что хотя бы дает возможность в будущем провести оценку, удалось ли достичь поставленных целей. В настоящее время, исходя из Глобального индекса финансовых центров (Global Financial Centres Index (GFCI)), Москва занимает невысокие позиции, уступая даже городам из стран, входящих в BRICS [982].

Выборочные данные из Глобального индекса GFCI 12.5, выпущенного в 2012 году[983]:

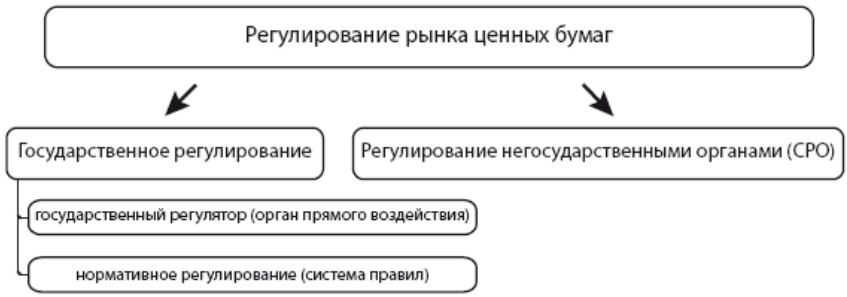
Город (Страна)	Позиция в общем списке	Рейтинг
Лондон (Великобритания)	1	807
Нью-Йорк (США)	2	786
Гонконг (Китай)	3	759
Сингапур	4	753
Цюрих (Швейцария)	8	704
Франкфурт (ФРГ)	10	695
Шанхай (Китай)	21	668
Сан-Паулу (Бразилия)	43	631
Йоханнесбург (ЮАР)	60	603
Мумбаи (Индия)	62	596
Москва (Россия)	66	584

При таком разрыве в показателях довольно сложно представить возможность коренного изменения ситуации в короткие сроки. Однако это не означает тщетность принимаемых государством и бизнесом усилий. Вот что отмечают отечественные экономисты, в частности, С. Гуриев: «Наивно полагать, что Москва сможет конкурировать с Лондоном или даже Шанхаем через три года. Но развитие финансовой системы поможет сократить глобальные дисбалансы и подойти к следующему кризису более подготовленными» [984].

Кстати, некоторые авторы предлагают скорректировать идею создания МФЦ и настаивают на необходимости построения русскоговорящего центра, который будет ориентирован на потребности финансовых рынков стран постсоветского пространства, прежде всего, участниц ЕврАзЭС[985].

Методы государственного воздействия на экономику подразделяются на **прямые** и **косвенные**[986]. **Прямые методы** в основном связаны с использованием *административных средств воздействия* на экономические отношения (в случае с фондовым рынком это государственная регистрация выпуска ценных бумаг, лицензирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и т. д.). **Косвенные методы** основываются на *экономических средствах воздействия* на регулируемые отношения

со стороны субъектов государственно-управленческой деятельности (например, налогообложение доходов, полученных от ценных бумаг или операций с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок).



В данной схеме под государственным регулятором понимаются различные органы государственной власти и Банк России, обладающие соответствующими полномочиями в указанной сфере.

В ст. 38 Закона о рынке ценных бумаг закреплены следующие **основы государственного регулирования:**

– установление обязательных требований к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;

– государственная регистрация выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг и контроль над соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

– лицензирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

– создание системы защиты прав владельцев и контроль над соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

– запрет и пресечение деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

Разумеется, в приведенной норме нашли отражение не все, а лишь отдельные направления государственного воздействия на рынок, и это не означает, что государство отказывается от регулирования иных аспектов, связанных с функционированием рынка. Специфика современного состояния государственного регулирования рынка ценных бумаг и перспективы его трансформации в ближайшее время мы рассмотрим в следующих

параграфах.

10.2. Органы, осуществляющие государственное регулирование рынка ценных бумаг в России

> *Саморегулируемая сила рынка и сила внешнего государственного регулирования <…> не разъединены, как принято считать, они не противостоят друг другу в контексте дилеммы «или-или». Они всегда сосуществуют рядом и укрепляют друг друга.*
>
> *В. Д. Миловидов «Либерализм и регулирование финансового рынка», 2012 год*

В настоящее время в России существует сложная система государственного регулирования рынка ценных бумаг. Соответствующими полномочиями в той или иной степени обладает несколько федеральных органов исполнительной власти, а также Центральный банк Российской Федерации[987]. Прежде чем рассмотреть современное положение в этой сфере, целесообразно сказать несколько слов об **этапах развития системы государственного регулирования рынком ценных бумаг в новой России:**

1. Становление системы государственного регулирования (1991–1996).

На данном этапе полномочия по регулированию рынка ценных бумаг распределялись между *Министерством финансов РФ*[988] *и Центральным банком РФ.* В условиях становления российского рынка ценных бумаг с учетом отсутствия нормативно-правовой базы между этими структурами постоянно происходили споры, связанные с объемом полномочий каждого из них[989].

Кроме этого, как отмечает А. В. Габов, определенными полномочиями обладали Государственный комитет по управлению имуществом РФ, Антимонопольный комитет (ГКАП России). Параллельно существовала Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте России [990]. Именно на ее базе в 1994 году была создана Федеральная

комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ[991].

2. Постепенная концентрация основных регулятивных полномочий в ФКЦВ (1996–2004).

В 1996 году произошло несколько значимых событий: был принят Закон о рынке ценных бумаг и была образована Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг[992]. Важно отметить, что, согласно принятому закону, именно ФКЦВ становилась федеральным органом исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг, по контролю над деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг (определяла порядок их деятельности) и по разработке стандартов эмиссии ценных бумаг[993]. Таким образом, *была предпринята попытка создания единого органа, осуществляющего государственное регулирование рынка ценных бумаг.* Хотя конфликтные ситуации в регулятивной сфере продолжали возникать, правда, уже между ФКЦВ и Банком России[994].

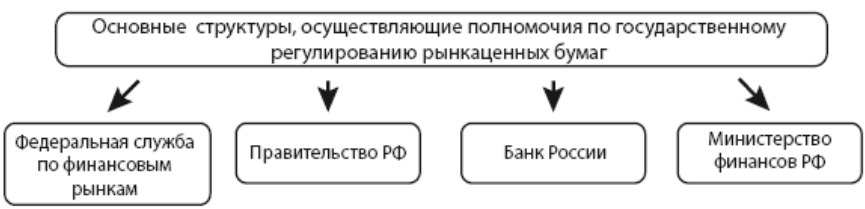
> По мнению М. Ю. Алексеева, многие нормативные акты, выпускавшиеся ФКЦВ и ЦВ по одинаковому кругу вопросов, противоречили друг другу, а руководство этих органов не смогло и (или) не хотело идти на взаимные уступки. На рынке создалась напряженная ситуация. К обсуждению сложившегося кризиса на уровне руководства Правительства были подключены основные заинтересованные лица – ключевые участники рынка. При этом общение с главными фигурантами данного конфликта (руководителем ФКЦВ Д. В. Васильевым и заместителем Председателя Банка России А. А. Козловым) с глазу на глаз и в ходе всяких совещаний на разных уровнях свидетельствовало об изначальной полной несовместимости позиций сторон. Имела место и личная неприязнь. Как отмечает М. Ю. Алексеев, *стороны вели между собой настоящую войну со всеми ее атрибутами.* Причем не обо всем уместно сказать даже сейчас. Сложившаяся ситуация ставила в неудобное положение участников рынка, особенно банки. *Кредитные организации подчинялись одновременно двум регуляторам, выдвигавшим противоречащие друг другу требования*[995].

3. Создание единого органа, осуществляющего регулирование нескольких сегментов финансового рынка – ФСФР (2004–2012).

В 2004 году вместе с широкомасштабной реформой органов

системы государственного управления произошло образование **Федеральной службы по финансовым рынкам,** которая стала федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по принятию нормативно-правовых актов, контролю и надзору в сфере *финансовых рынков* (за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности)[996]. Как отмечали некоторые авторы[997], принятые меры были направлены на создание на базе нового органа исполнительной власти единого регулятора финансовых рынков – **мегарегулятора.**

Впоследствии полномочия ФСФР были расширены, она стала, помимо прочего, осуществлять контроль и надзор в сферах страховой деятельности, кредитной кооперации и микрофинансовой деятельности, деятельности товарных бирж, биржевых посредников и биржевых брокеров, формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений, в том числе включенных в выплатной резерв, а также стала обеспечивать государственный контроль над соблюдением требований законодательства РФ о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком[998].


Основные структуры, осуществляющие полномочия по государственному регулированию рынкаценных бумаг
Федеральная служба по финансовым рынкам
Правительство РФ
Банк России
Министерство финансов РФ

В настоящее время **полномочия по государственному регулированию рынка ценных бумаг** осуществляют следующие основные[999] структуры: Федеральная служба по финансовым рынкам, Правительство РФ, Министерство финансов РФ, Банк России, Федеральная служба по финансовым рынкам.

1. Федеральная служба по финансовым рынкам.

Именно ФСФР является базовым органом, осуществляющим государственное регулирование на рынке ценных бумаг. Ст. 42 Закона о рынке ценных бумаг относит к ее компетенции **обширный перечень функций:**

1) осуществляет разработку основных направлений развития рынка ценных бумаг и координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг;

2) утверждает стандарты эмиссии ценных бумаг, проспектов ценных бумаг эмитентов, в том числе иностранных эмитентов,

осуществляющих эмиссию ценных бумаг на территории РФ, и порядок государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг;

3) разрабатывает и утверждает единые требования к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами;

4) устанавливает обязательные требования к операциям с ценными бумагами, нормы допуска ценных бумаг к их публичному размещению, обращению, котированию и листингу, расчетно-депозитарной деятельности, правила ведения учета и составления отчетности (за исключением бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности) эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

5) устанавливает обязательные требования к порядку ведения реестра;

6) устанавливает порядок и осуществляет лицензирование различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также приостанавливает или аннулирует указанные лицензии в случае нарушения требований законодательства РФ о ценных бумагах;

7) устанавливает порядок выдачи разрешений и осуществляет выдачу разрешений на приобретение статуса саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, ведет реестр указанных организаций, отзывает разрешения на приобретение статуса саморегулируемой организации при нарушении требований законодательства РФ о ценных бумагах, а также стандартов и требований, утвержденных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

8) определяет стандарты деятельности инвестиционных, негосударственных пенсионных, страховых фондов и их управляющих компаний, а также страховых компаний на рынке ценных бумаг;

9) осуществляет контроль за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг требований законодательства РФ о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

10) в целях противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, контролирует порядок

проведения операций с денежными средствами или иным имуществом, совершаемых профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

11) обеспечивает раскрытие информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг, профессиональных участниках рынка ценных бумаг и регулировании рынка ценных бумаг;

12) обеспечивает создание общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;

13) устанавливает квалификационные требования к работникам профессиональных участников рынка ценных бумаг, требования к профессиональному опыту лиц, осуществляющих функции единоличного исполнительного органа профессиональных участников рынка ценных бумаг, утверждает программы квалификационных экзаменов для аттестации граждан в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, определяет условия и порядок аккредитации организаций, осуществляющих аттестацию граждан в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в форме приема квалификациониых экзаменов и выдачи квалификационных аттестатов, осуществляет аккредитацию таких организаций, определяет типы и формы квалификационных аттестатов и ведет реестр аттестованных лиц;

14) разрабатывает проекты законодательных и иных нормативных актов, связанных с вопросами регулирования рынка ценных бумаг, лицензирования деятельности его профессиональных участников, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, контроля за соблюдением законодательных и нормативных актов о ценных бумагах, проводит их экспертизу;

15) разрабатывает рекомендации по применению законодательства РФ, регулирующего отношения, связанные с функционированием рынка ценных бумаг;

16) осуществляет руководство региональными отделениями федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

17) определяет порядок ведения реестра и ведет реестр профессиональных участников рынка ценных бумаг, содержащий данные о выданных, приостановленных и об аннулированных лицензиях на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;

18) устанавливает и определяет порядок допуска к первичному размещению и обращению вне территории РФ ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в

России;

19) обращается в арбитражный суд с иском о ликвидации юридического лица, нарушившего требования законодательства РФ о ценных бумагах и о применении к нарушителям санкций, установленных законодательством РФ;

20) осуществляет надзор за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении;

21) определяет порядок ведения реестра эмиссионных ценных бумаг и ведет указанный реестр, содержащий информацию о зарегистрированных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг выпусках (дополнительных выпусках) эмиссионных ценных бумаг, а также о выпусках (дополнительных выпусках) эмиссионных ценных бумаг, не подлежащих в соответствии с действующим законодательством, за исключением облигаций Банка России;

22) взаимодействует с Банком России при осуществлении им надзора и наблюдения за платежными системами, в которых осуществляются переводы денежных средств в целях расчета по сделкам с ценными бумагами и (или) сделкам, совершенным на организованных торгах, в случаях, предусмотренных Федеральным законом «О национальной платежной системе».

2. Правительство РФ.

Правительство также обладает полномочиями в рассматриваемой сфере. Например, оно вправе *принимать меры по регулированию рынка ценных бумаг*[1000]. На заседаниях Правительства РФ также устанавливаются объемы выпуска государственных ценных бумаг[1001].

3. Министерство финансов РФ.

Как уже отмечалось в 4-й главе, до недавнего времени именно министерство регламентировало особенности выпуска и обращения государственных ценных бумаг[1002]. Однако с 2011 года оно было наделено правом осуществлять разработку основных направлений развития рынка ценных бумаг и координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг [1003].

> Наделению Министерства финансов дополнительными полномочиями предшествовали планы этого ведомства по коренному преобразованию принципов регулирования финансовых рынков. В декабре 2010 года на сайте министерства был опубликован проект указа Президента России[1004], содержащий следующие положения:

– упразднить Федеральную службу по финансовым рынкам;

– преобразовать Федеральную службу страхового надзора в *Федеральную финансовую службу,* передав ей функции ФСФР по контролю и надзору в сфере финансовых рынков (кроме банковской и аудиторской деятельности);

– возложить на Министерство финансов функции ФСФР по принятию нормативно-правовых актов в сфере финансовых рынков.

Однако указанным планам не суждено было сбыться, и проект указа так и не был подписан.

4. Банк России.

Центральный банк Российской Федерации, прежде всего, осуществляет регулирование положения на рынке ценных бумаг кредитных организаций. Он принимает решение об их государственной регистрации, выдает, приостанавливает действие и отзывает лицензии на осуществление банковских операций, а также регистрирует эмиссию ценных бумаг кредитными организациями[1005].

Представленная выше система государственного регулирования рынка ценных бумаг неоднократно подвергалась критике со стороны как ученых. так и участников рынка. Например, А. В. Габов критиковал большое количество регуляторов на рынке. С его точки зрения, намного правильнее *уйти от множественности регуляторов и передать контроль над финансовым рынком одному регулятору.* Ученый полагает, что сосредоточение регулирующих функций в рамках одного органа может снять множество ведомственных противоречий и устранить «серые» зоны, которые не входят в компетенцию ни одного регулятора. Это, конечно, несет свои риски: отсутствие в системе регулирования сдержек и противовесов может выступить своего рода демотивирующим фактом для регулятора, а громоздкость, которая будет предполагаться большим количеством объектов регулирования, может, в конечном итоге, привести к неэффективности регулирующего воздействия[1006].

Представители НАУФОР также критикуют сложившуюся систему государственного регулирования: в настоящее время наблюдается *фрагментация регулирования между разными государственными*

органами, затрудняющая сам процесс. Наиболее болезненным и наименее оправданным с функциональной точки зрения является разделение регулятивных функций между Минфином и ФСФР, которое произошло в 2011 году, в результате чего регулятивный процесс усложнился и замедлился. Разделение функций между ФСФР, Минтруда и Минфином в отношении негосударственных пенсионных фондов также является неоправданным и исключает целостное регулирование НПФ.

Проблему излишнего усложнения государственного управления рынком ценных бумаг отмечали и представители другой саморегулируемой организации – ПАРТАД. По их словам, негативные черты проявляются в особенностях функционирования государственного аппарата, в бюрократических методах регулирования, в наличии многочисленных, в том числе административных, барьеров для привлечения инвестиций и внедрения инноваций [1007].

Разделение регулятивных полномочий между ФСФР и Банком России проведено по функциональному признаку и не так критично, как разделение регулятивных полномочий в отношении НПФ, когда одни и те же виды деятельности регулируются разными органами. Такое разделение *в целом не приводит к регулятивному конфликту,* за исключением регулирования депозитарной деятельности, которое является примером нарушения Центральным банком принципа функционального регулирования. Помимо прочего, выделяется такой негативный момент, как *высокая степень формальности надзора.* По мнению участников рынка, надзорные органы фокусируются только на нарушениях, которые очевидны и легко выявляются, следовательно, здесь возникает перспектива в сфере привлечения к ответственности[1008].

Другую негативную особенность современного государственного регулирования рынка ценных бумаг выделяет Е. В. Зенькович. По ее словам, прямое государственное воздействие на рынок в основном сводится к применению различных карательных мер: высокие штрафы, приостановление деятельности, аннулирование лицензии. При этом избранный ФСФР подход к организации правоприменения ведет к повышению волюнтаризма чиновников[1009].

Эффективность системы государственного регулирования проявляется в критические для страны и экономики периоды. Например, во время **финансового кризиса.** За последние десятилетия Россия пережила несколько потрясений, затронувших финансовую систему, что не могло не отразиться на рынке ценных бумаг. В первой главе уже говорилось об истоках мирового финансового кризиса 2008 года и о противодействии ему со стороны властных структур различных государств. Теперь целесообразно сказать несколько слов о том, каким образом противостояла кризису Россия. Все принятые меры можно разбить на **две группы**[1010]**:**

1) меры оперативного государственного воздействия;

2) меры, направленные на изменение нормативно-правовой базы. Что характерно, довольно часто *меры оперативного государственного воздействия* сопровождаются изменением законодательства, поэтому все указанные группы мер необходимо рассматривать в комплексе.

Государство предприняло целый ряд мер, связанных с поддержкой различных групп участников рынка ценных бумаг. Многие эмитенты пострадали в результате резкого падения курсовой стоимости ценных бумаг. Дело в том, что многие компании заключили кредитные договоры, обеспеченные ценными бумагами дочерних или контролирующих обществ. В связи со снижением стоимости заложенных ценных бумаг должники были вынуждены дополнительно передать в залог ликвидное имущество либо досрочно исполнить обязательства по договору. В условиях финансового кризиса это могло привести к банкротству многих субъектов предпринимательской деятельности. Чтобы избежать такого поворота событий, государство предприняло меры, направленные на *широкомасштабную скупку ценных бумаг*. В этом процессе приняли участие Внешэкономбанк и Банк России[1011]. Кроме этого, государство приняло участие в *выкупе дополнительной эмиссии акций* отдельных юридических лиц [1012].

На поддержку инвесторов и эмитентов были также направлены меры ФСФР, связанные с *изменением оснований для приостановки торгов на организованном рынке*[1013]. Кроме того, был расширен *ломбардный список Банка России* (то есть список ценных бумаг, пригодных для обеспечения кредитов Банка России). В него были включены акции и облигации юридических лиц – резидентов России[1014].

В качестве законодательных мер можно выделить принятие специального закона, направленного на предоставление Российской Федерации права осуществлять меры по *повышению*

капитализации банковских кредитных организаций, являющихся акционерными обществами, путем обмена облигаций федерального займа на привилегированные акции таких банков (процедура повышения капитализации)[1015].

> Одну интересную особенность законодательства, принимаемого сразу же в ответ на финансовый кризис, отметила Роберта Романо (Roberta Romano). Эти наблюдения относятся к США, но справедливы и для других стран, включая Россию. Итак, прежде всего, руководство любого государства **не может не действовать,** то есть не демонстрировать обществу свое активное стремление изменить основы правового регулирования. Однако это приводит *к снижению эффективности принимаемых нормативных актов* в связи с отсутствием достаточного времени на осмысление произошедшего. Более того, нередко *в качестве новых законов предлагаются уже давно разработанные проекты, лишь немного исправленные в соответствии с ситуацией!*. И самое главное, чтобы исправить допущенные «антикризисным законотворчеством» ошибки, требуется очень много времени, а законодатель крайне неохотно идет на подобные исправления. К примеру, на изменение закона Гласса-Стигола (Glass-Steagall Act) о разделении банков на коммерческие и инвестиционные ушли десятилетия, а на внесение поправок в закон Сарбенса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act) в целях вывести из-под его действия небольшие компании – 8 лет [1016].

В целом можно сделать вывод о том, что регулирующие органы во главе с Правительством РФ на возникающие проблемы реагировали *достаточно оперативно и эффективно.* В то же время необходимо отметить, что отдельные мероприятия вызывают сомнения в их обоснованности, например, широкомасштабная поддержка курсовой стоимости российских ценных бумаг[1017].

10.3. Современные тенденции государственного регулирования рынка ценных бумаг в России

> *Я не верил глазам, глядя на то, как бизнесмены при каждом кризисе обращаются к государству с мольбами о подачках или о защите от той самой конкуренции, которая сделала эту систему настолько продуктивной.*
>
> *Уильям Саймон «Время для правды», 1979 год*

Финансовый кризис спровоцировал дискуссию, направленную на поиск возможных способов изменения системы государственного регулирования различных сегментов финансового рынка не только в России, но и за рубежом. Стало очевидно, что в новых условиях прежние методы регулирования рынка не приемлемы. При этом все чаще обсуждаются стратегические провалы, которые наглядно демонстрируют неспособность существующей системы предотвратить финансовый кризис или хотя бы минимизировать его последствия.

Отдельные исследователи отмечают, что ключевая проблема реформирования системы регулирования заключается в стремлении создать структуру, где главную роль играет сам регулятор, а не участники рынка, которые воспринимаются скорее как объекты, чем как независимые участники возникающих на рынке отношений[1018]. Другие ученые, анализируя причины неудач SEC в регулировании рынка ценных бумаг, отмечают, что в последние десятилетия Комиссия стала уделять основное внимание защите прав эмитентов и инвестиционных компаний, а не защите прав инвесторов [1019].

Для того чтобы оценить перспективы изменения государственного регулирования рынка ценных бумаг в России, необходимо сказать несколько слов об основных подходах к регулированию в зарубежных юрисдикциях. Имеется несколько подходов к определению моделей государственного регулирования на рынке ценных бумаг. В зависимости от *особенностей взаимодействия регулирующих органов с*

участниками рынка А. В. Новаковский выделяет следующие модели:

1. Активный регулятор + СРО (США).

2. Активный регулятор во взаимодействии с рынком (Великобритания).

3. Регулятор, ориентированный на надзор (ФРГ).

4. Регулятор + биржа (Гонконг)[1020].

По признаку специализации выполнения функции регулирования рынка ценных бумаг А. В. Габов выделяет следующие модели:

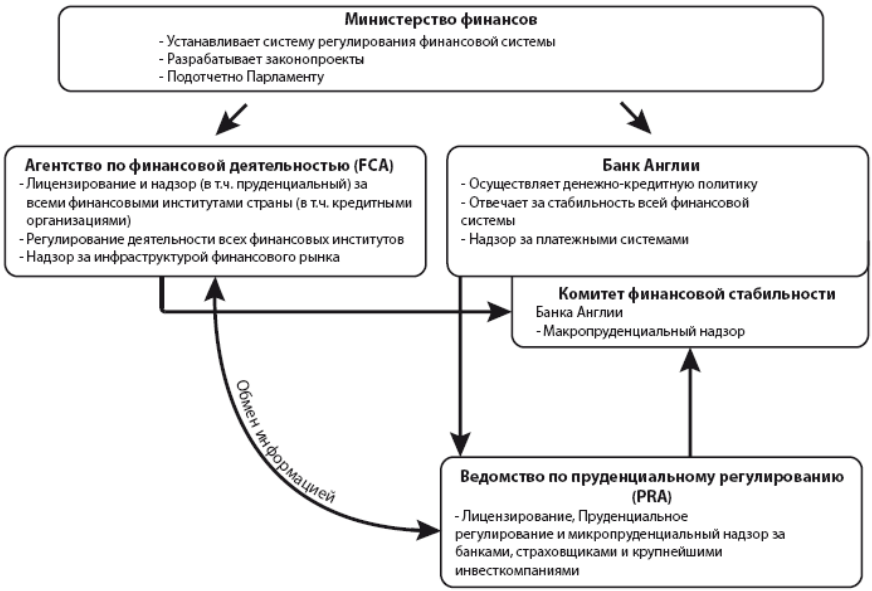
1. Комплексное (интегрированное) регулирование. Оно заключается в отсутствии ведомства, которое специализируется на регулировании исключительно рынка ценных бумаг, при этом функции регулирования рынка возлагаются на органы с более широкой компетенцией: министерство финансов, национальный (центральный) банк или специализированное агентство по регулированию финансовых рынков (Чехия, Ирландия, Бельгия, Сингапур).

2. *Централизованное (специализированное) регулирование.* В данном случае создается отдельный регулирующий орган (США, Китай).

3. *Децентрализованное регулирование,* которое предполагает наличие специализированного ведомства с сохранением регулирующих полномочий у иных регуляторов или наличие нескольких регулирующих органов одновременно (Канада)[1021].

Со спецификой построения органов государственного регулирования рынка ценных бумаг и финансового рынка в отдельных зарубежных странах можно ознакомиться в приведенных ниже схемах[1022].

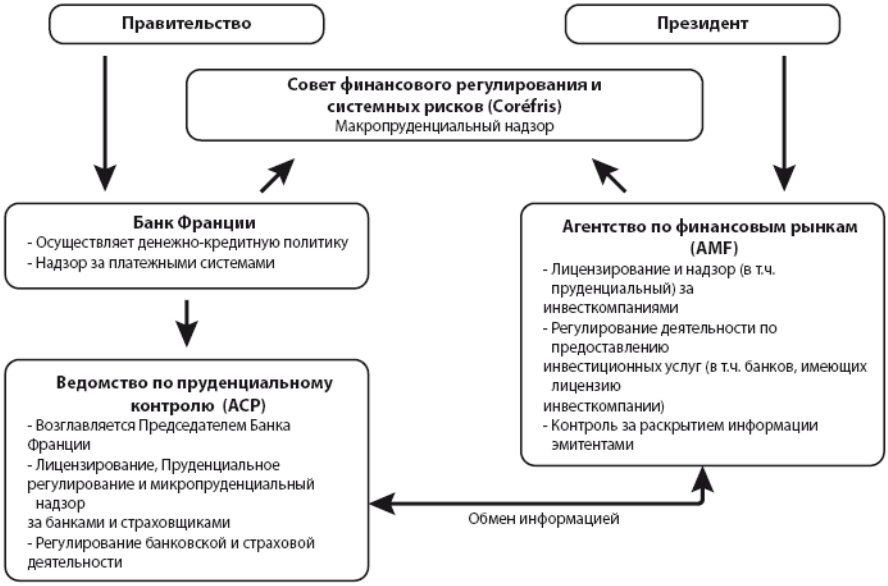
Великобритания (с 01.01.2013)


Министерство финансов
- Устанавливает систему регулирования финансовой системы
- Разрабатывает законопроекты
- Подотчетно Парламенту
Агентство по финансовой деятельностью (FCA)
- Лицензирование и надзор (в т.ч. пруденциальный) за всеми финансовыми институтами страны (в т.ч. кредитными организациями)
- Регулирование деятельности всех финансовых институтов
- Надзор за инфраструктурой финансового рынка
Банк Англии
- Осуществляет денежно-кредитную политику
- Отвечает за стабильность всей финансовой системы
- Надзор за платежными системами
Комитет финансовой стабильности
Банка Англии
- Макропруденциальный надзор
Обмен информацией
Ведомство по пруденциальному регулированию (PRA)
- Лицензирование, Пруденциальное регулирование и микропруденциальный надзор за банками, страховщиками и крупнейшими инвесткомпаниями

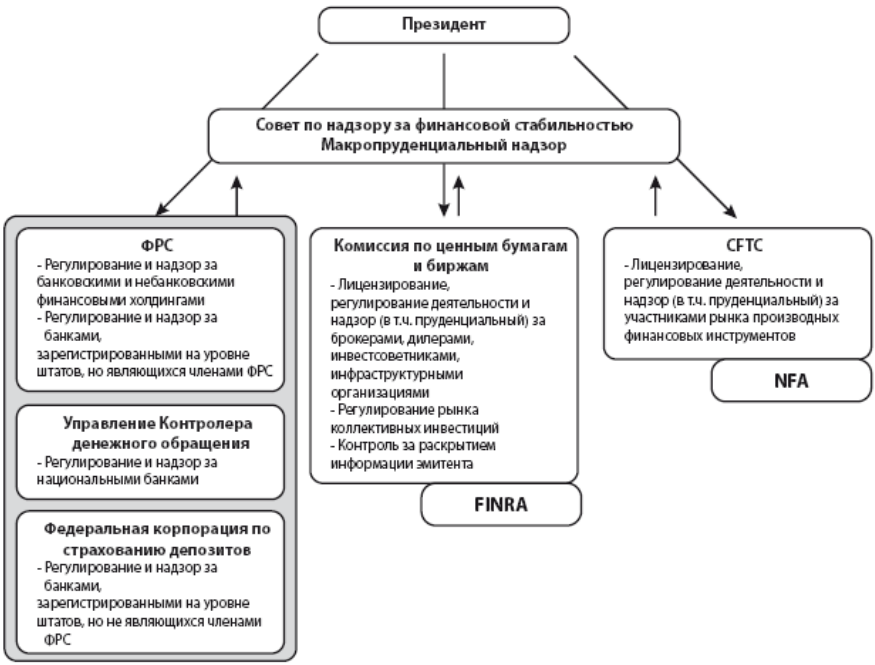
Германия

Министерство финансов
Совет финансовой стабильности (с 01.01.2013)
Бундесбанк
- Осуществляет денежно-кредитную политику
- Обеспечивает стабильность национальной валюты
- Надзор за платежными системами
- Микропруденциальное регулирование и надзор за кредитными организациями
- Макропруденциальный надзор (с 01.01.2013)
Федеральное агентство финансового надзора (BaFIN)
- Лицензирование всех субъектов финансового рынка
- Регулирование деятельности всех финансовых институтов
- Надзор за осуществлением деятельности всех финансовых институтов
- Микропруденциальное регулирование и надзор за страховыми организациями и системнозначимыми инвестиционными компаниями
- Контроль за раскрытием информации эмитентами, регистрация проспектов ценных бумаг

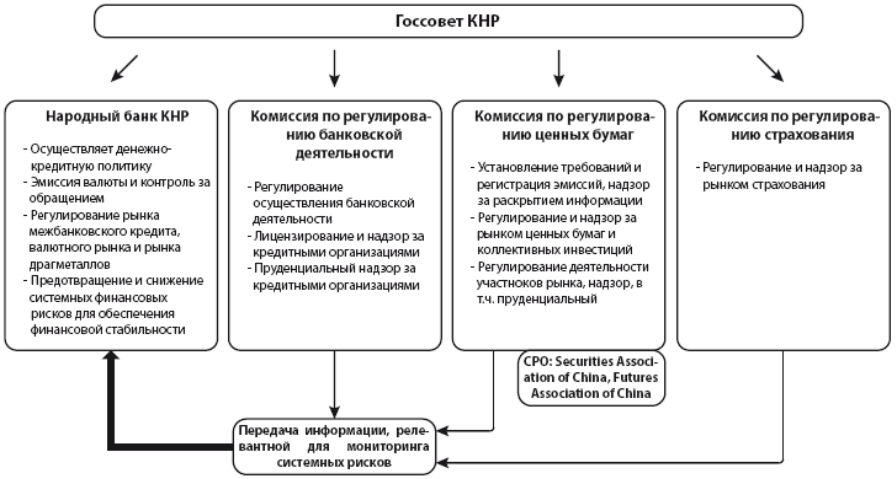
Франция


Правительство
Президент
Совет финансового регулирования и системных рисков (Coréfris)
Макропруденциальный надзор
Банк Франции
- Осуществляет денежно-кредитную политику
- Надзор за платежными системами
Агентство по финансовым рынкам (AMF)
- Лицензирование и надзор (в т.ч. пруденциальный) за инвесткомпаниями
- Регулирование деятельности по предоставлению инвестиционных услуг (в т.ч. банков, имеющих лицензию инвесткомпании)
- Контроль за раскрытием информации эмитентами
Ведомство по пруденциальному контролю (ACP)
- Возглавляется Председателем Банка Франции
- Лицензирование, Пруденциальное регулирование и микропруденциальный надзор за банками и страховщиками
- Регулирование банковской и страховой деятельности
Обмен информацией

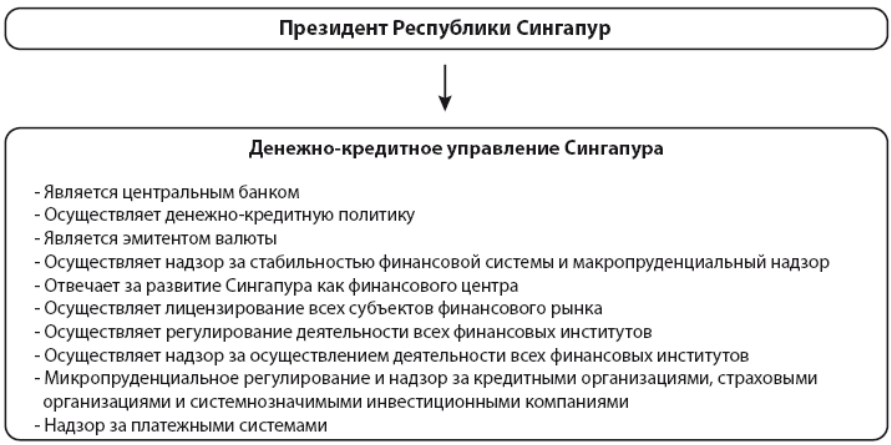
США


Президент
Совет по надзору за финансовой стабильностью
Макропруденциальный надзор
ФРС
- Регулирование и надзор за банковскими и небанковскими финансовыми холдингами
- Регулирование и надзор за банками, зарегистрированными на уровне штатов, но являющихся членами ФРС
Управление Контролера денежного обращения
- Регулирование и надзор за национальными банками
Федеральная корпорация по страхованию депозитов
- Регулирование и надзор за банками, зарегистрированными на уровне штатов, но не являющихся членами ФРС
Комиссия по ценным бумагам и биржам
- Лицензирование, регулирование деятельности и надзор (в т.ч. пруденциальный) за брокерами, дилерами, инвестсоветниками, инфраструктурными организациями
- Регулирование рынка коллективных инвестиций
- Контроль за раскрытием информации эмитента
FINRA
CFTC
- Лицензирование, регулирование деятельности и надзор (в т.ч. пруденциальный) за участниками рынка производных финансовых инструментов
NFA

КНР


Госсовет КНР
Народный банк КНР
- Осуществляет денежно-кредитную политику
- Эмиссия валюты и контроль за обращением
- Регулирование рынка межбанковского кредита, валютного рынка и рынка драгметаллов
- Предотвращение и снижение системных финансовых рисков для обеспечения финансовой стабильности
Комиссия по регулированию банковской деятельности
- Регулирование осуществления банковской деятельности
- Лицензирование и надзор за кредитными организациями
- Пруденциальный надзор за кредитными организациями
Комиссия по регулированию ценных бумаг
- Установление требований и регистрация эмиссий, надзор за раскрытием информации
- Регулирование и надзор за рынком ценных бумаг и коллективных инвестиций
- Регулирование деятельности участников рынка, надзор, в т.ч. пруденциальный
Комиссия по регулированию страхования
- Регулирование и надзор за рынком страхования
CPO: Securities Association of China, Futures Association of China
Передача информации, релевантной для мониторинга системных рисков

Сингапур


Президент Республики Сингапур
Денежно-кредитное управление Сингапура
- Является центральным банком
- Осуществляет денежно-кредитную политику
- Является эмитентом валюты
- Осуществляет надзор за стабильностью финансовой системы и макропруденциальный надзор
- Отвечает за развитие Сингапура как финансового центра
- Осуществляет лицензирование всех субъектов финансового рынка
- Осуществляет регулирование деятельности всех финансовых институтов
- Осуществляет надзор за осуществлением деятельности всех финансовых институтов
- Микропруденциальное регулирование и надзор за кредитными организациями, страховыми организациями и системнозначимыми инвестиционными компаниями
- Надзор за платежными системами

В 1-й главе уже отмечалось изменение подхода к организации системы государственного регулирования финансовым рынком, наблюдаемое в последние годы. Причиной этому послужил финансовый кризис 2008 года, который заставил пересмотреть прежде распространенную точку зрения о допустимости предоставления большой степени свободы участникам рынка. В настоящее время, наряду с усилением контрольных и надзорных функций государства, происходит активный поиск наиболее эффективной формы воздействия на рынок и его участников.

В связи с этим все чаще звучат предложения о необходимости создания т. н. *мегарегулятора* – органа государственной власти или специально созданного юридического лица, обладающего властными полномочиями по осуществлению централизованного регулирования финансового рынка.

Термин «мегарегулятор» преимущественно используется в российской практике. За рубежом данное понятие широкого распространения не приобрело, вместо него употребляется *«единый регулятор» (single regulator)*[1023] *или супер-регулятор*[1024].

Сама концепция единого регулятора стала активно обсуждаться с момента объявления министром финансов Великобритании (The Chancellor of the Exchequer) Гордоном Брауном (Gordon Brown) в мае 1997 года планов по объединению девяти регулирующих органов на финансовом рынке в единую структуру[1025]. По результатам реализации этих планов в Великобритании было создано **Управление по финансовому регулированию и надзору** (The Financial Services Authority)[1026]. Однако создание единого регулятора не является чисто английским нововведением. В других странах подобные структуры были образованы намного раньше. Например, в 1984 году **Денежно-кредитное управление Сингапура** (The Monetary Authority of Singapore) было наделено функциями по регулированию рынка ценных бумаг, учитывая, что оно уже обладало властными полномочиями в банковской и страховой сферах[1027]. Чуть позже к системе единого регулирования на финансовом рынке пришли **Скандинавские страны:** Норвегия (Kredittilsynet —1986 год), Дания (Finanstilsynet – 1988 год), Швеция (Finansinspektionen – 1991 год) [1028].

Под воздействием новых тенденций в государственном регулировании финансового рынка концепция создания единого регулятора – мегарегулятора – появилась и в России. Считается, что впервые в нашей стране данный термин был публично использован в Аналитической записке «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала». Проект документа был опубликован в 1999 году[1029].

Концепция создания мегарегулятора в России стала широко обсуждаться с 2004 года, когда была создана ФСФР. В 2010 году в Государственную Думу был внесен законопроект об объединении регулирующих органов в рамках одного юридического лица, который предлагалось назвать единым федеральным органом регулирования финансовых рынков[1030]. При этом указывались следующие причины подобного регулирования:

– единство предмета регулирования и контроля – в

основании любой финансовой услуги и деятельности по ее оказанию лежат тождественные друг другу признаки, кем бы такая услуга ни оказывалась (банками, инвестиционными фондами, брокерами и т. п.) и в чем бы она ни заключалась;

– необходимость удаления ведомственных барьеров регулирования и контроля;

– желание добиться правильно сбалансированного развития всех секторов финансового рынка, которое было вызвано тем, что до тех пор, пока сектор банковских услуг регулируется и контролируется одним органом, а сектор, к примеру, услуг инвестиционных фондов – другим, никакого баланса в их развитии ожидать не приходится[1031].

В марте 2010 года данный законопроект был отклонен. С новой силой обсуждение реформирования системы регулирования финансового рынка возобновилось осенью 2012 года, когда данный вопрос был поднят в Правительстве РФ[1032]. При этом в ходе прошедших общественных обсуждений было рассмотрено три основных варианта реформы:

1. Концентрация всех регулятивных и надзорных полномочий (кроме кредитных организаций) в ФСФР с увеличением бюджетного финансирования.

2. Создание Агентства по финансовым рынкам при Банке России и концентрация всех регулятивных и надзорных полномочий.

3. Концентрация всех регулятивных и надзорных полномочий в Центральном банке Российской Федерации[1033].

В качестве основного был выбран вариант, предполагающий концентрацию властных полномочий на базе Центрального банка[1034]. За реализацию именно этого варианта были высказаны следующие **основные доводы:**

1) ускорение процедуры принятия нормативных актов за счет отсутствия необходимости межведомственных согласований;

2) организационная простота единого ведомства (по сравнению с вариантом агентства) и стандартизация внутриведомственного корпоративного управления;

3) максимальная экономия средств федерального бюджета;

4) формирование целостной стратегии развития финансового сектора;

5) эффективный консолидированный надзор за финансовыми группами[1035].

> Вопрос о создании мегарегулятора не так однозначен, как может показаться на первый взгляд. Долгое время исследователи выделяли не только плюсы,

связанные с комплексным регулированием финансового рынка, но и **негативные моменты,** которые могут сопровождать процесс централизации государственного регулирования. Например, Я. М. Миркин отмечал вредность данного процесса ввиду неразвитости отечественного финансового рынка и отсутствия сложных финансовых инструментов[1036].

Бывший министр финансов России А. Л. Кудрин выделил другую проблему. Обсуждая вариант его создания на базе Банка России, он отметил, что функция регулирования и надзора на финансовых рынках относится к компетенции Правительства, при этом Банк России обладает независимостью. Следовательно, получив данную функцию. Банк России де-факто отстраняет орган государственной власти от воздействия на важный сектор экономики[1037]. Кстати, здесь следует вспомнить об одной интересной тенденции, проявившейся в посткризисный период: во многих странах усиливается влияние на регулирование финансовых рынков именно политиков, а не профессиональных госслужащих[1038].

Важным аспектом предлагаемых подходов к реформированию системы регулирования фондового рынка является повышение роли **саморегулируемых организаций[1039].**

Как правило, использование саморегулируемых организаций объясняется следующими причинами:

– необходимость наличия специальных знаний у лица, осуществляющего регулирование;

– повышение эффективности регулирования[1040].

В настоящее время закон предусматривает возможность **создания саморегулируемых организаций** профессиональными участниками рынка ценных бумаг[1041]. Данный статус получает тать ко та организация, которая учреждена не менее, чем десятью участниками[1042].

СРО обычно создаются в следующих **целях:**

– обеспечение условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг;

– соблюдение стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг;

– защита интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации;

– установление правил и стандартов проведения операций с

ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг[1043].

Несмотря на то, что во многих развитых странах подобные организации играют активную роль в регулировании рынка ценных бумаг[1044], в России этого пока добиться не удалось[1045].

> К сожалению, история развития саморегулирования на фондовом рынке России знает отрицательный результат расширения полномочий СРО. Как отмечает В. Д. Миловидов, один из первых конфликтов регулятора финансового рынка и саморегулируемых организаций был связан с отменой в 2001 году обязательного членства участников рынка в таких организациях. По его словам, данное полномочие СРО было отменено абсолютно правильно, так как фактически привело к созданию «системы кормления» для т. н. рыночной бюрократии СРО[1046].

С возобновлением активной дискуссии о создании в России мегарегулятора началось планирование и новой роли СРО в процессе регулирования рынком. Довольно широко обсуждается вопрос о передаче в ведение СРО следующих вопросов:

1) обязательность членства в СРО должна быть введена на отдельных сегментах финансового рынка органом, ответственным за проведение государственной политики на финансовом рынке, при охвате не менее 2/3 участников рынка по виду деятельности;

2) в отношении членов СРО контроль за соблюдением лицензионных требований следует передать на уровень СРО;

3) проекты законодательных и правительственных актов должны проходить регламентированный на нормативном уровне процесс обсуждения с профессиональным сообществом и СРО, аргументы которых должны отклоняться письменно с обоснованием причины.

На уровень СРО следует передать решение вопросов о квалификации персонала профессиональных участников и ее оценки, включая разработку квалификационных требований и принятие решений как о необходимости, так и о порядке персональной аттестации. Для организаций, не являющихся членами СРО, могут сохраняться квалификационные требования органов государственного регулирования.

Необходимо также сформировать единый третейский суд СРО вместо разрозненных образований при каждой из них [1047].

Краткие выводы

1. Государственное регулирование рыночных отношений необходимо по ряду объективных причин: ограниченности возможностей рынка в производстве общественных товаров и наличия негативных последствий функционирования рыночной экономики – все это является главным мотивом вмешательства государства в сферу экономики.

2. Государственное регулирование экономики – это деятельность государства, направленная на реализацию государственной экономической политики с использованием специальных средств, форм и методов.

3. Принципы государственной политики на отечественном рынке ценных бумаг нашли свое закрепление еще в 1996 году, когда была утверждена Концепция развития рынка ценных бумаг. При этом все принципы были закреплены в двух группах:

1) важнейшие принципы государственной политики на рынке ценных бумаг;

2) основные принципы государственного регулирования рынка ценных бумаг.

4. Современные регулирующие органы решили отказаться от конструирования принципов и сконцентрировались на целях и задачах государственного регулирования. Например, такой подход содержится в Стратегии развития финансового рынка до 2020 года.

5. Методы государственного воздействия на экономику подразделяются на следующие виды[1048].

1) прямые методы в основном связаны с использованием административных средств воздействия на экономические отношения (в случае с фондовым рынком это государственная регистрация выпуска ценных бумаг, лицензирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и т. д.);

2) косвенные методы основываются на экономических средствах воздействия на регулируемые отношения со стороны субъектов государственно-управленческой деятельности (например, налогообложение доходов, полученных от ценных бумаг, или операций с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок).

6. Этапы развития системы государственного регулирования рынком ценных бумаг в новой России:

1) становление системы государственного регулирования;

2) постепенная концентрация основных регулятивных

полномочий в ФКЦБ;

3) попытка создания единого органа, осуществляющего регулирование нескольких сегментов финансового рынка – ФСФР.

7. В настоящее время полномочия по государственному регулированию рынка ценных бумаг осуществляют следующие основные структуры:

– Федеральная служба по финансовым рынкам;

– Правительство РФ;

– Министерство финансов РФ;

– Банк России.

8. Эффективность системы государственного регулирования проявляется в критические для страны и экономики периоды. Например, во время финансового кризиса. Все меры, принятые в России после кризиса 2008 года, можно разбить на две группы:

1) меры оперативного государственного воздействия;

2) меры, направленные на изменение нормативно-правовой базы.

9. В настоящее время, наряду с усилением контрольных и надзорных функций государства, происходит активный поиск наиболее эффективной формы воздействия на рынок и его участников. В связи с этим все чаще звучат предложения о необходимости создания т. н. мегарегулятора на финансовом рынке.

10. В ходе прошедших общественных обсуждений было рассмотрено три основных варианта реформы:

1) концентрация всех регулятивных и надзорных полномочий (кроме кредитных организаций) в ФСФР с увеличением бюджетного финансирования;

2) создание Агентства по финансовым рынкам при Банке России и концентрация всех регулятивных и надзорных полномочий;

3) концентрация всех регулятивных и надзорных полномочий в Центральном банке Российской Федерации.

В качестве основного был выбран вариант, который предполагал концентрацию властных полномочий на базе Центрального банка Российской Федерации.

11. Важным аспектом предлагаемых подходов к реформированию системы регулирования фондового рынка является повышение роли саморегулируемых организаций.

Контрольные вопросы

1. Что понимается под государственным регулированием в целом и под государственным регулированием рынка ценных бумаг в частности?
2. Назовите принципы государственной политики на отечественном рынке ценных бумаг
3. Перечислите основные функции ФСФР, охарактеризуйте каждую из них.
4. Как бы вы охарактеризовали отечественную модель государственного регулирования рынка ценных бумаг?
5. Выделите методы государственного воздействия на экономику.
6. Обозначьте задачи развития финансового рынка в России.
7. Назовите особенности создания Международного финансового центра в России.
8. Назовите органы, осуществляющие государственное регулирование рынка ценных бумаг в США, Англии, Германии, и их основные полномочия.
9. В чем состоит идея создания единого регулятора (мегарегулятора) финансовых рынков? Поддерживаете ли вы данную идею применительно к России? Обоснуйте ответ.
10. Перечислите основные современные тенденции регулирования рынка ценных бумаг в мире.
11. Охарактеризуйте понятие «саморегулирование» на рынке ценных бумаг.
12. Назовите полномочия государственных органов и специализированных организаций по государственному регулированию рынка ценных бумаг.

Основная литература

Baldwin R., Cave M., Lodge M. Understanding regulation. Theory, Strategy and Practice. – Oxford University Press, 2012. – 416 p.

Briault C. The Rationale for a Single National Financial Services Regulator [Electronic recourse]//Occasional Paper Series/FSA. -1999. – No. 2. – P. 6. – URL: http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/op02.pdf.

HazenT.L. Securities regulation in a nutshell (Nutshell Series) [Paperback], – 10th ed. – West, 2009. – 415 p.

Poser N. S. Why the SEC Failed: Regulators Against Regulation [Electronic recourse] // Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper Series. -2009. – No. 132. – URL: http://ssrn.com/abstract=1348612. – 49 p.

Riles A. Collateral Knowledge: Legal Reasoning in the Global Financial Markets. – University of Chicago Press, 2011. – 312 p.

Romano R. Regulating in the Dark//Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation/ed. by C. Coglianese. – University of Pennsylvania Press, 2012. – 304p.

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. – М.: Статут, 2011. – 1104с.

Губин Е. П.Правовые проблемы государственного регулирования рыночной экономики и предпринимательства: дис… докт. юрид. наук. – М., 2005. – 431с.

Зенькович Е. В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование/под ред. Л. Л. Попова. – М.: Волтере Клувер, 2007. -312с.

Лифшиц И. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском союзе. – М.: Статут, 2012. – 256с.

Миркин Я. М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития: дис… докт. экон. наук. – М., 2003. – 575 с.

Новаковский А. В. Основы государственного регулирования в России и зарубежных финансовых центрах // Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е.Туктаров [и др.]; отв. ред. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. – М.: Статут, 2010. – 268 с.

О совершенствовании регулирования финансового рынка. Аналитические материалы/науч. ред. В. С. Плескачевский, П. М. Ланских. – М., 2008. – Электрон, вере, печат. публ. – URL: www.old.ffms.ru./attach. asp?a_no=921.

Предпринимательское право в Российской Федерации:

учебник/отв. ред. Е. П. Губин, П. Г Лахно. – 2-е изд. – М., 2010. – 1007с.

Реформа системы регулирования и надзора на финансовом рынке [Электронный ресурс]/Официальный сайт НАУФОР. – [Б.м.], 2012. -URL: http://wwwnaufor.ru/tree.asp?n=10116.

Сизов Ю. С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. – М.: Планета, 1999,– 280 с.

Тихомиров Ю. А. Юридические режимы государственного регулирования экономики // Право и экономика. – 2000. – № 5.

Шишкин С. Н. Государственное регулирование экономики: предпринимательско-правовой аспект. – М.: Волтере Клувер, 2007. – 250 с.

Дополнительная литература

Ferran E. Examining the UK's Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model // Forthcoming in Brooklyn Journal of International Law. – URL: http://ssrn.com/abstract=346120.

Financial Markets in Europe: Towards a Single Regulator?/Ed. by M. Andenas, Y. Avgerinos. – Kluwer Law International, 2003. – 544p. Gadinis S. From Independence to Politics in Financial Regulation//UC Berkeley Public Law Research Paper. – 2012. – No. 2137215. – URL: http://ssrn.com/abstract=2137215.

Hellgardt A. Comparing Apples and Oranges? Public, Private, Tax and Criminal Law in Financial Markets Regulation//Working Paper of the Max Planck Institute for Tax Law and Public Finance. – 2012. – No. 04. -URL: http://ssrn.com/abstract=2083462.

Majaha-JartbyJ., Olafsson T. Regional Financial Conglomerates: A Case for Improved Supervision. – International Monetary Fund, 2005. – 42 p.

The Political Economy of Financial Market Regulation: The Dynamics of Inclusion And Exclusion/ed. by P. Mooslechner, H. Schuberth, B. Weber. -Edward Elgar Pub, 2006. – 255 p.

Wexler J.G. Symposium. Do financial supermarkets need super regulators? // Brooklyn Journal of International Law. – 2002. – Vol. 28. -No. 2,– P. 309–453.

Аналитическая записка «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» (проект от 29.10.99), составленная компанией «Кадоган Файненшнл» по контракту №CMD-020 от 13 октября 1999 года с Фондом «Центр развития фондового рынка»//Депозитариум, – 1999,– № 9 (18).

В какой форме нужно создавать мегарегулятор?//Открытое правительство: официальный сайт [Электронный ресурс]. – URL: http://большое правительство. рф/debate/4554/?sphrase_id=18885.

Гуриев С М. Мифы экономики: заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики. – 4-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2011.– 294с.

Зенькович Е. В. Организационно-правовые проблемы деятельности инфраструктурных институтов финансового рынка // Правовое регулирование фондовых рынков: практика России и зарубежных стран/отв. ред. Н. И. Михайлов. – М., 2012. – 146с.

Кротов Н., Никульшин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы: в 2 кн, – М.: Экономическая летопись, 2007– 504с. Пансков П.,Пансков Д. Проблемы создания международного финансового центра на постсоветском

пространстве// Рынок ценных бумаг. -2010,– № 5.

Ларина Л. И. Перспективы создания единого регулятора финансового рынка // Деньги и кредит. – 2005. – № 10.

15. Миловидов В. Д. Либерализм и регулирование финансового рынка // Мировая экономика и международные отношения. – 2012. -№ 9-С. 20–30.

Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг, – СПб.: Питер, 2006.-416с.

Глава 11
Информационное обеспечение рынка ценных бумаг

Человек, который покупает ценные бумаги на фондовом рынке, убежден, что он знает то, что другой человек, который ему их продает, не знает. На Уолл-стрит нет игры с нулевой суммой.

Бернард Мэдофф

1. Раскрытие информации на рынке ценных бумаг.

2. Противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком ценных бумаг.

Глоссарий

Инсайдерская информация — точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена, так как ее распространение или предоставление может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров, данная информация указывается в специальном перечне в Законе об инсайде.

Информация — сведения (сообщения, данные) независимо от формы их представления.

Лента новостей — информационный ресурс, обновляемый в режиме реального времени и предоставляемый информационным агентством.

Предоставление информации — действия, направленные на получение информации определенным кругом лиц или передачу информации определенному кругу лиц.

Раскрытие информации на рынке ценных бумаг – обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации в соответствии с процедурой, гарантирующей ее нахождение и получение.

Раскрытая информация — это информация, в отношении которой проведены действия по ее раскрытию.

Распространение информации — действия, направленные на получение или передачу информации неопределенному кругу лиц.

Распространитель информации на рынке ценных бумаг – информационное агентство, которое в установленном порядке уполномочено проводить действия по раскрытию информации на рынке ценных бумаг.

11.1. Раскрытие информации на рынке ценных бумаг

Информация является ключевым элементом функционирования современных финансовых рынков. Эмитенты, инвесторы, регулирующие органы, принимая те или иные решения, основываются на огромном массиве постоянно изменяющихся данных. В этой связи особую роль приобретает **своевременность, достоверность и равная доступность информации,** предоставляемой всем заинтересованным участникам рынка. В настоящей главе как раз и пойдет речь о том, каким образом на современном рынке ценных бумаг осуществляется информационное обеспечение деятельности его участников.

Стоит особенно подчеркнуть важность **раскрытия информации** в рамках фондового рынка. Данная практика получила широкое распространение еще в 1930-е годы вместе с изменением подходов к государственному регулированию рынка ценных бумаг в США[1049]. По словам Роберты Романо, вмешательство государства в сферу регулирования фондовым рынком выявило следующие проблемы:

– отсутствие системы защиты инвесторов от фондового манипулирования ценами и мошенничества;

– недостаточность раскрытия корпоративной информации, при этом, очевидно, что компания, обладающая подобной информацией, не может быть монополистом: корпоративная информация должна считаться общественным достоянием[1050].

> Значительный вклад в теоретическое обоснование информационного обеспечения внес известный американский судья Луи Д. Брандис (Louis D. Brandeis). В своей книге «Деньги других людей» (Other people's money), опубликованной в 1914 году, он утверждал, что именно публичность позволит решить многие проблемы, стоящие перед обществом. Как он отмечал, «электрический свет – это наиболее эффективный полицейский». В этой связи он полагал, что задача права состоит не в том, чтобы не допустить совершение инвестором сделки, которая может нанести ему ущерб, а в том, чтобы предоставить максимум информации[1051]. В дальнейшем законодательство 1930-х годов установило четкие правила обязательного раскрытия

информации. Стоит отметить, что в соответствии с этим законодательством Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) не вправе решать, могут ли определенные ценные бумаги предлагаться инвесторам для покупки. SEC лишь вправе проверить, должным ли образом было осуществлено раскрытие информации эмитентом. Представляется возможным выделить несколько основных теоретических подходов, обосновывающих необходимость обязательного раскрытия информации[1052]:

1. Неравномерное информационное обеспечение инвесторов.

В данном случае имеется в виду обычная ситуация, при которой один участник рынка лучше других информирован о ситуации, связанной с эмитентом ценных бумаг. При обязательном раскрытии информации имеющийся дисбаланс можно исправить.

2. Сокращение социальных потерь. Основой данного подхода является предположение о том, что при отсутствии обязательного раскрытия информации инвесторы тратят больше средств и ресурсов на ее поиск, что негативно отражается на общественных ресурсах[1053].

3. Надзор за деятельностью менеджмента. В случае раскрытия информации у лиц, осуществляющих управленческие функции, снижаются возможности недобросовестного поведения, направленного на причинение вреда самому эмитенту и владельцам его ценных бумаг.

4. **Гипотеза общественного блага.** В данном случае обосновывается возможность вмешательства государства в отношения, возникающие между эмитентом и инвестором, что проявляется в обязательном раскрытии информации[1054].

5. Теория публичного выбора. Как отмечается различными исследователями, в данном случае в качестве основных бенефициаров обязательного раскрытия информации выступают представители профессионального сообщества на рынке ценных бумаг. Данный институт помогает им приобретать необходимую информацию о деятельности компаний, выступающих в качестве эмитентов [1055].

Зарубежные исследователи регулярно обращаются к вопросам, связанным с раскрытием информации, споря о различных аспектах обязательного и добровольного раскрытия информации. Отдельные авторы (H. Kripke) вообще отмечают отсутствие необходимости в правилах обязательного раскрытия информации, подчеркивая, что

эмитенты сами заинтересованы в этом. Ведь их основная цель – размещение ценных бумаг, ввиду чего они добровольно готовы предоставлять инвесторам всю необходимую информацию. Другие исследователи подчеркивают, что добровольное раскрытие информации будет развиваться, так как существует конкуренция эмитентов за инвестиционные ресурсы (W. Beaver), при этом полное раскрытие информации приведет к снижению затрат на привлечение капитала (H. Dhaliwal). Таким образом, в теории появилась точка зрения о необходимости трансформации института обязательного раскрытия информации. Инвесторы вправе сами решать, в какие ценные бумаги инвестировать, а эмитент должен самостоятельно решать, раскрывать ему информацию или нет, оценивая вероятность привлечения финансовых средств[1056].

Отечественные исследователи в большинстве своем положительно относятся к системе обязательного раскрытия информации на рынке ценных бумаг. Таким образом, можно выделить следующие **плюсы:**

1) рост эффективности рынка и увеличение объемов инвестиций;

2) снижение затрат на получение необходимой информации об эмитенте;

3) осуществление инвестиций только в те компании, которые раскрывают информацию о себе на регулярной основе;

4) защита инвесторов от мошенничества, отсутствие возможности использования конфиденциальной информации инсайдерами;

5) решение проблемы конфликта интересов через обеспечение общественного контроля над действиями руководства эмитента[1057].

В то же время, нельзя не учитывать и **минусы** обязательного раскрытия информации[1058]:

1) информация об эмитенте представляет интерес не только для инвесторов, но и для его конкурентов;

2) во многих юрисдикциях наблюдается избыточность информации, подлежащей раскрытию, что негативно отражается даже на компаниях, не являющихся публичными.

В России раскрытие информации регулируют следующие нормативные акты:

– Закон о рынке ценных бумаг (Раздел IV. Информационное обеспечение на рынке ценных бумаг);

– Закон о государственных ценных бумагах (Статья 12. Раскрытие информации о государственных и муниципальных ценных бумагах);

– Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденные Приказом ФСФР России от 4 октября 2011 года № 11–46/пз-н;

– Стандарты раскрытия информации о государственных ценных бумагах Российской Федерации, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг Российской Федерации и в отчете об итогах эмиссии этих ценных бумаг, утвержденные Постановлением Правительства РФ от 5 февраля 2013 год а № 88;

– Стандарты раскрытия информации о ценных бумагах субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумагах, содержащейся в решении о выпуске ценных бумаг субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг и в отчете об итогах эмиссии этих ценных бумаг, формы заявления о государственной регистрации акта, содержащего условия эмиссии ценных бумаг, и формы представления отчета об итогах эмиссии ценных бумаг субъекта Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг, утвержденные Приказом Минфина РФ от 6 апреля 2001 года № 30н.

Понятие информации содержится в Федеральном законе от 27 июля 2006 года № 149-ФЗ «Об информации, информационных технологиях и о защите информации». Согласно ст. 2 этого нормативного акта, под **информацией** понимаются сведения (сообщения, данные) независимо от формы их представления.

При этом в указанном нормативном акте закрепляется различие между двумя понятиями: **предоставление и распространение информации.** В первом случае имеют место действия, направленные на получение или передачу информации определенному кругу лиц. Во втором – происходит получение или передача информации неопределенному кругу лиц.

Закон о рынке ценных бумаг также закрепляет целый ряд понятий в сфере раскрытия информации (п. **1** ст. 30). Под самим **раскрытием информации** понимается обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации в соответствии с процедурой, гарантирующей ее нахождение и получение.

При этом **раскрытой** признается информация, в отношении которой проведены действия по ее раскрытию.

Следовательно, необходимо рассмотреть различные основания классификации случаев раскрытия информации, среди которых можно выделить следующие:

1. В зависимости от того, является ли эмитентом публично-правовое образование.

2. В зависимости от обязательности раскрытия информации.

3. По форме раскрытия информации.

4. По способу раскрытия информации.

5. В зависимости от этапа эмиссии ценных бумаг.

1. В зависимости от того, является ли эмитентом публично – правовое образование.

Исходя из указанного выше основания, можно выделить следующие случаи раскрытия информации:

1) раскрытие информации эмитентами государственных и муниципальных ценных бумаг;

2) раскрытие информации иными эмитентами.

Однако вопросы, связанные с раскрытием информации публично-правовыми образованиями, в сравнении с корпоративными эмитентами регулируются не так подробно. Действующее законодательство закрепляет следующий порядок раскрытия информации в случае эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг[1059]:

а) опубликование Генеральных условий эмиссии и обращения государственных или муниципальных ценных бумаг (в виде нормативно-правового акта РФ или субъекта РФ или правового акта местной администрации);

б) опубликование условий эмиссии и обращения (в виде нормативно-правового акта РФ, субъекта РФ или правового акта местной администрации);

в) опубликование и (или) раскрытие эмитентом иным предусмотренным законодательством способом информации, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске), не позднее, чем за два рабочих дня до даты начала размещения;

г) опубликование и (или) раскрытие эмитентом иным предусмотренным законодательством способом информации, связанной с решением о выпуске (дополнительном выпуске), в том числе информации о размере очередного купона по государственным или муниципальным ценным бумагам с переменным купонным доходом в соответствии с условиями эмиссии и обращения и решением о выпуске (дополнительном выпуске);

д) опубликование эмитентом отчета об итогах эмиссии государственных или муниципальных ценных бумаг.

Стоит отметить, что, наряду с раскрытием информации, органы исполнительной власти субъектов РФ и органы местного самоуправления обязаны опубликовывать ежеквартальные отчеты об исполнении соответствующих бюджетов. При этом эмитенты

государственных ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг обязаны опубликовывать ежемесячно также данные об объеме долга заемщика[1060].

2. В зависимости от обязательности раскрытия информации.

Закон о рынке ценных бумаг закрепляет определенный круг случаев, при которых эмитент обязан раскрывать информацию на рынке ценных бумаг:

1) регистрация проспекта ценных бумаг;

2) допуск биржевых облигаций или российских депозитарных расписок к организованным торгам с представлением бирже проспекта указанных ценных бумаг для такого допуска[1061].

Однако, помимо общих требований, подзаконные нормативные акты содержат и **дополнительные условия,** при которых эмитент становится обязанным раскрывать информацию:

– если государственная регистрация хотя бы одного выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг в случае размещения таких ценных бумаг путем открытой или закрытой подписки среди круга лиц, количество которых превышало 500 человек;

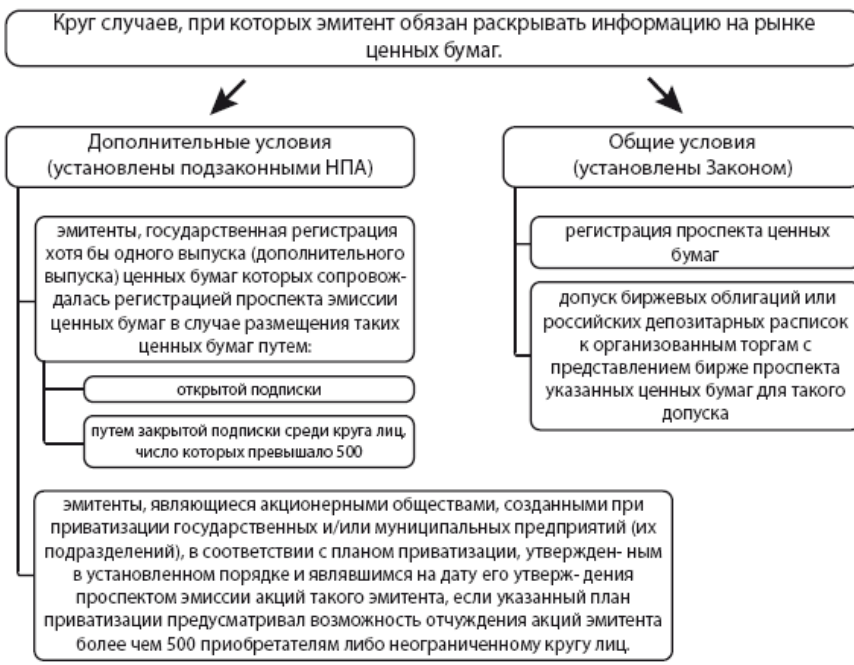
– если эмитенты являются акционерными обществами, созданными во время приватизации государственных и (или) муниципальных предприятий (их подразделений) в соответствии с планом приватизации, утвержденным в установленном порядке и являвшимся на дату его утверждения проспектом эмиссии акций такого эмитента, а также если указанный план приватизации предусматривал возможность отчуждения акций эмитента более, чем 500 приобретателям либо неограниченному кругу лиц.

Кстати, имеются и случаи **добровольного раскрытия информации.** Например, третье лицо, предоставляющее банковскую гарантию или поручительство по облигациям, вправе добровольно принять на себя обязательство по раскрытию информации в таких формах, как ежеквартальный отчет, сообщение о существенных фактах, сводная бухгалтерская (консолидированная финансовая) отчетность[1062].

Как отмечает Д.А. Вавулин, в соответствии с действовавшим в начале 1990-х годов порядком[1063] план приватизации предприятия, утвержденный комитетом по управлению имуществом, являлся проспектом эмиссии его акций.

При этом отчуждением ценных бумаг в порядке,

установленном планом приватизации, являлось их размещение[1064]. Таким образом, если продажа акций при преобразовании государственных (муниципальных) предприятий в акционерные общества осуществлялась на чековых аукционах, конкурсах и инвестиционных конкурсах без ограничения состава их участников (т. е. путем публичной продажи), то в отношении эмитентов таких акций обязанность по раскрытию информации в форме ежеквартального отчета возникает в силу того, что акции указанных выпусков размещались среди заранее неизвестного круга лиц, т. е. посредством открытой подписки[1065].


Круг случаев, при которых эмитент обязан раскрывать информацию на рынке ценных бумаг.
Дополнительные условия (установлены подзаконными НПА)
Общие условия (установлены Законом)
эмитенты, государственная регистрация хотя бы одного выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг которых сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг в случае размещения таких ценных бумаг путем:
открытой подписки
путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышало 500
регистрация проспекта ценных бумаг
допуск биржевых облигаций или российских депозитарных расписок к организованным торгам с представлением бирже проспекта указанных ценных бумаг для такого допуска
эмитенты, являющиеся акционерными обществами, созданными при приватизации государственных и/или муниципальных предприятий (их подразделений), в соответствии с планом приватизации, утвержден- ным в установленном порядке и являвшимся на дату его утверж- дения проспектом эмиссии акций такого эмитента, если указанный план приватизации предусматривал возможность отчуждения акций эмитента более чем 500 приобретателям либо неограниченному кругу лиц.

Многие современные авторы критикуют имеющийся подход к установлению обязанности по раскрытию информации. Например, И. С. Шиткина отмечает, что такой **формальный подход** к требованиям о раскрытии информации, существующий в современной практике, приводит к тому, что акционерные общества, чьи акции обращаются на бирже, и хозяйственные общества, которые, согласно ограничениям, установленным приватизационным законодательством, волею судеб стали акционерными обществами, обязаны раскрывать одинаковый объем информации. При этом первые из них действительно привлекают инвесторов на открытом рынке, а акции вторых

никогда не были и не будут размещены среди неопределенного круга лиц[1066].

Наиболее показательна в этом случае следующая спорная ситуация о привлечении к административной ответственности акционерного общества, созданного еще в 90-х годах в результате приватизации[1067]. Несмотря на доводы регулирующего органа, настаивавшего на необходимости привлечения к ответственности, суды приняли сторону ответчика – акционерного общества, при этом были приведены следующие аргументы:

– продажа 29 % акций ОАО «СКТБ „Морречстрой“», принадлежащих государству после утверждения Плана приватизации (Фонд имущества г. Москвы выступал учредителем АО СКТБ «Морречстрой»), произведена на специализированном чековом аукционе в 1994 году;

– положениями ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг» предусмотрено, что эмитент обязан осуществлять раскрытие информации в форме ежеквартального отчета и сообщения о существенных фактах только в случае регистрации проспекта ценных бумаг, чего общество не производило;

– Закон «О рынке ценных бумаг» вступил в действие с 25 апреля 1996 года;

– согласно ч. 2 п. 1 ст. 4 ГК РФ, действие указанного Закона распространяется на отношения, возникшие до его принятия, только в случаях, когда это прямо предусмотрено в нем;

– Закон «О рынке ценных бумаг» не предусматривает распространение его положений на отношения, возникшие до введения его в действие.

Таким образом, суды пришли к выводу о том, что положения Закона о рынке ценных бумаг в части возложения на эмитента обязанности по регистрации проспекта ценных бумаг и предоставления ежеквартальных отчетов **не могут распространяться на спорные правоотношения,** поскольку продажа акций Общества на чековом аукционе произведена до вступления в силу данного закона.

Кроме того, ОАО «СКТБ „Морречстрой“» не производило ни регистрации проспекта ценных бумаг, ни публичного размещения своих акций.

Жалоба о нарушении Обществом подп. «в» п. 5.1 Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг также не была принята во внимание судами. Согласно ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг», ФСФР России предоставлено право определять в этой части только порядок и сроки раскрытия информации о существенных фактах. Полномочий по **установлению иных правил о дополнительном составе лиц,**

обязанных представлять ежеквартальные отчеты, у указанного органа нет.

При таких обстоятельствах суды пришли к выводу, что у ОАО «СКТБ „Морречстрой“» отсутствовала обязанность по раскрытию информации в форме представления в административный орган ежеквартальных отчетов, поэтому Общество было привлечено к административной ответственности по ч. 2 ст. 15.19 КоАП РФ **не правомерно.**

Как было установлено судами двух инстанций, на общество никогда ранее, с момента его создания, не возлагалась обязанность представлять ежеквартальные отчеты, что вытекает из содержания закона «О рынке ценных бумаг». Доводы административного органа, что еще до появления Федерального закона «О рынке ценных бумаг» у юридических лиц, которые были созданы в соответствии с законодательством Российской Федерации (за исключением банков и чековых инвестиционных фондов) и провели выпуск ценных бумаг (акций), существовала обязанность по раскрытию информации о своей деятельности и обеспечению доступа к ней неограниченному кругу лиц, не свидетельствует о правильности привлечения общества к административной ответственности.

3. По форме раскрытия информации.

Действующее законодательство достаточно подробно описывает различные формы раскрытия информации. Следует согласиться с Д. А. Вавулиным[1068] и разделить все формы раскрытия информации на две большие группы:

1) **периодические формы** раскрытия информации:

– ежеквартальный отчет эмитента эмиссионных ценных бумаг;

– годовой отчет;

– годовая бухгалтерская отчетность (бухгалтерский баланс; отчет о прибылях и убытках; приложения к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках; аудиторское заключение, подтверждающее достоверность годовой бухгалтерской отчетности; пояснительная записка);

– сводная бухгалтерская (консолидированная финансовая) отчетность;

– список аффилированных лиц;

– устав и иные внутренние документы, регулирующие деятельность органов эмитента.

2) формы информации, раскрытие которых осуществляется на нерегулярной основе, – установленные законодательством сообщения для **оперативного информирования** инвесторов о корпоративных событиях и действиях, относящихся к различным

аспектам финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества:

– сообщения о проведении общего собрания акционеров (в случае, если устав общества предусматривает опубликование такого сообщения в печатном издании, доступном для большинства акционеров);

– сообщения о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента ценных бумаг;

– сообщения о приобретении акционерным обществом более 20 % голосующих акций другого акционерного общества;

– сообщения о раскрытии акционерным обществом на странице в сети Интернет годового отчета, годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности, списка аффилированных лиц;

– сообщения об изменении адреса страницы в сети Интернет, используемой акционерным обществом для раскрытия информации[1069].

4. По способу раскрытия информации.

Важность используемого способа раскрытия информации определяется целью данного института – доведение информации до максимально возможного круга инвесторов. Именно поэтому в законодательстве закреплены следующие **способы раскрытия информации:**

1) Посредством публикации информации на информационном ресурсе, обновляемом в режиме реального времени и предоставляемом информационным агентством **(лента новостей).**

Что характерно, такое опубликование должно осуществляться в ленте новостей хотя бы одного из информационных агентств, которые в установленном порядке уполномочены на проведение действий по раскрытию информации на рынке ценных бумаг (т. е. являются распространителем информации на рынке ценных бумаг).

Агентства, уполномоченные на опубликование информации эмитентов эмиссионных ценных бумаг в ленте новостей:[1070]

Рег. код	Наименование	Обозначение	Сайт
1	АКМ	AKM	disclosure.ru.
2	Азипи	AZIPI	e-disclosure.azipi.ru.
3	Интерфакс	INTERFAX	e-disclosure.ru.
5	Прайм-ТАСС	PRIME	disclosure.prime-tass.ru.
7	СКРИН	SCRIN	disclosure.skrin.ru.

2) Посредством размещения информации на странице в сети Интернет, электронный адрес которой включает доменное имя, права на которое принадлежат указанному эмитенту (страница эмитента в сети Интернет).

В последнее время, учитывая бурное развитие социальных сетей, наметилось стремление многих компаний наладить взаимодействие со своими инвесторами именно при помощи данных механизмов. Однако новая модель поведения столкнулась с действующими требованиями к процедуре раскрытия информации. Наибольшую огласку получила ситуация вокруг компании Netflix Inc. и ее главы Ридом Хастингсом (Reed Hastings), который разместил в Фейсбуке в июле 2012 года запись о том, что общая длительность просмотров видео в июне превысила 1 млрд часов. В тот же день произошло резкое повышение стоимости акций на 6,2 %. Однако подобная ситуация насторожила регулирующие органы, SEC даже направила компании соответствующее предупреждение [1071]. Во многом именно описанный случай послужил основанием для изменения действующего порядка раскрытия информации в США, который теперь учитывает возможность коммуникации компании со своими инвесторами посредством социальных сетей[1072].

5. В зависимости от этапа эмиссии ценных бумаг.

В действующем законодательстве[1073] устанавливается порядок раскрытия информации на следующих этапах процедуры эмиссии ценных бумаг:

1) на этапе принятия решения о размещении ценных бумаг;

2) на этапе утверждения решения о выпуске (дополнительном

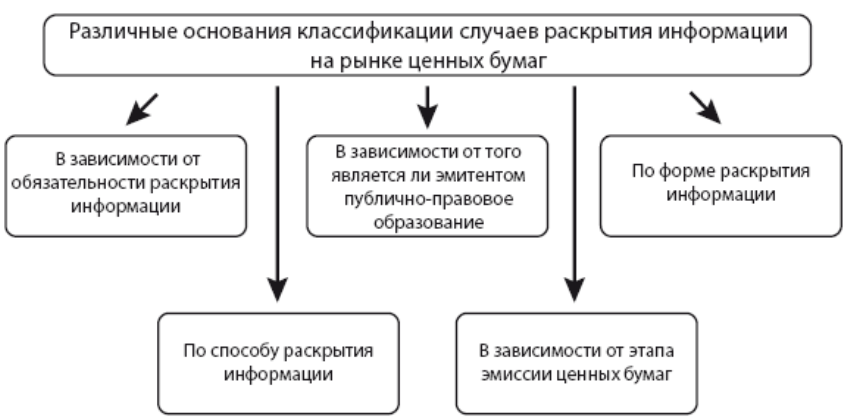
выпуске) ценных бумаг;

3) на этапе государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;

4) на этапе размещения ценных бумаг;

5) на этапе государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, а если в соответствии с законодательством эмиссия ценных бумаг осуществляется без государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, то на этапе представления в регистрирующий орган уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

> Отечественные исследователи отмечают, что, несмотря на имеющиеся похожие черты раскрытия информации в ходе эмиссии ценных бумаг в России и США, все же существуют отдельные отличия, например, различная форма изложения. В США используется уже упоминавшаяся концепция «простого английского языка» («plain English»), предполагающая простые и ясные формулировки. В российских проспектах ценных бумаг отсутствие подобного упрощения языка приводит к сложностям в восприятии информации.
>
> Кроме того, в российском проспекте ценных бумаг, в отличие от США, отсутствует раздел с общими выводами, которые могли бы помочь лицу, планирующему приобретение ценных бумаг, сделать окончательный выбор[1074].


Различные основания классификации случаев раскрытия информации на рынке ценных бумаг
В зависимости от обязательности раскрытия информации
В зависимости от того является ли эмитентом публично-правовое образование
По форме раскрытия информации
По способу раскрытия информации
В зависимости от этапа эмиссии ценных бумаг

От понятия раскрытие информации необходимо отличать два предусмотренных законодательством случая **предоставления информации.** Если в случае с раскрытием информации имеются

в виду действия эмитента, в основе которых лежит цель доведения информации до максимально широкого круга инвесторов, то в другом случае информация предоставляется определенным законом лицам:

1. Эмитент и ФСФР.
2. Акционер акционерного общества.

Отдельные исследователи сознательно игнорируют нормативное разделение на раскрытие и предоставление информации. В частности, А. С. (Каткова отмечает, что, в связи с отсутствием в корпоративном законодательстве и законодательстве о рынке ценных бумаг четкого разделения, предоставление информации в целях проведения соответствующего исследования рассматривается как часть раскрытия информации[1075]. Очевидно, что с данным подходом нельзя согласиться ввиду существенного различия двух институтов, изложенных в настоящей работе.

1. Эмитент и ФСФР.

Особенности предоставления информации закреплены в ст. 30 Закона о рынке ценных бумаг, а также в Положении о требованиях к содержанию, форме, сроку и порядку направления уведомлений лиц, указанных в п. 19–22 ст. 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», содержащих информацию, предусмотренную п. 19–22 ст. 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», утвержденном Приказом ФСФР России от 4 октября 2011 года № 11–44/пз-н.

Целесообразно выделить следующие группы лиц, осуществляющие предоставление информации[1076]:

1) участник (акционер) эмитента, владеющий 5 или более процентами голосующих акций (долей).

Обязанность: предоставлять информацию о лице (появлении лица), которое его контролирует, либо о его отсутствии (прекращении оснований такого контроля);

2) лица, имеющие возможность контролировать эмитента, обязанного осуществлять раскрытие информации.

Обязанность: предоставить информацию в случае приобретения или прекращения по различным основаниям прав распоряжаться 5 и более процентами голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал эмитента;

3) организация, подконтрольная эмитенту.

Обязанность: предоставить информацию о приобретении (отчуждении) голосующих акций (долей) указанного эмитента

или ценных бумаг иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении голосующих акций указанного эмитента;

4) акционеры и иные лица, получившие полномочия, необходимые для созыва и проведения внеочередного общего собрания акционеров.

Обязанность: предоставить информацию о получении указанных полномочий.

Д. А. Вавулин приводит ситуацию, при которой у одного лица может возникнуть обязанность одновременно направлять целый комплекс уведомлений по различным основаниям.

Предположим, что существует ОАО «А», обязанное раскрывать информацию в форме ежеквартального отчета и сообщений о существенных фактах. У него есть зависимое общество – ООО «Б» (не владеет акциями ОАО «А»), При этом у ООО «Б» есть еще одно контролирующее лицо – ЗАО «В» (не владеет акциями ОАО «А»), В какой-то момент ООО «Б» приобретает 10 % голосующих акций ОАО «А», которые предоставляют ему право распоряжаться таким же процентом голосов эмитента.

В такой ситуации ООО «Б» обязано направить в ОАО «А» и ФСФР России (РО ФСФР России) одновременно три уведомления. Первое уведомление о праве распоряжаться определенным количеством голосов эмитента, которое направляется в срок не позднее 10 дней с даты, когда ООО «Б» узнало или должно было узнать о получении им права распоряжаться 10 % голосов, приходящихся на голосующие акции, составляющие уставный капитал ОАО «А». Второе уведомление о контролирующих лицах участника (акционера) эмитента. В нашем случае направляется в срок не позднее 10 дней с даты, когда ООО «Б» узнало или должно было узнать о приобретении 10 % голосующих акций ОАО «А». Третье уведомление о приобретении (отчуждении) подконтрольной эмитенту организацией голосующих акций (долей) эмитента. Оно направляется не позднее 10 дней с даты, когда ООО «Б» узнало или должно было узнать о приобретении (отчуждении) голосующих акций (долей) ОАО «А».

Таким образом, несмотря на то, что основания для направления уведомлений пересекаются, все их необходимо направлять[1077].

2. Акционер акционерного общества.

Предоставление информации может происходить и по особому запросу, поступившему от участника акционерного общества – акционера. Соответствующее право акционера на получение информации от общества закреплено в ст. 67 ГК РФ. Более детально оно описано в ст. 91 Закона об АО.

Предоставление информации акционеру со стороны общества ни в коем случае **нельзя отождествлять** с раскрытием, так как в первом случае информация не доводится до любого заинтересованного лица. Кроме того, предоставление информации предполагает активные действия по запросу информации от самого акционера, в то время как при раскрытии информации никакой активности со стороны инвесторов и иных заинтересованных лиц не предполагается. Также законодатель связывает право акционера на получение определенного объема информации с наличием в собственности определенной доли акций в уставном капитале общества. В частности, к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа имеют право доступа акционеры, имеющие в совокупности не менее 25 % голосующих акций общества[1078].

> В последнее время реализация прав акционеров на получение информации от акционерного общества столкнулась с серьезным противодействием со стороны эмитентов. Во многом, это связано с опасениями руководителей акционерных обществ о намерениях акционеров использовать информацию во вред самому обществу и его отдельным акционерам.
>
> Сложившаяся ситуация привела к появлению большого количества судебных актов со стороны высших судебных инстанций. Например, в своей жалобе в Конституционный Суд Российской Федерации ОАО «Нефтяная компания „Роснефть“» попыталась оспорить конституционность положения первого абзаца п. 1 ст. 91 Закона об АО, предусматривающего обязанность общества обеспечить акционерам доступ к документам, предусмотренным п. 1 ст. 89 данного закона.
>
> По мнению заявителя, названное законоположение противоречит ст. 17 (п. 3), 18, 19 (п. 1) и 46 (п. 1) Конституции РФ, поскольку по смыслу, придаваемому ему правоприменительной практикой, не позволяет обеспечить баланс законных интересов акционера и акционерного общества[1079] при разрешении конкретных дел, связанных с обязанием общества

предоставить акционеру доступ к документам общества, включая копии протоколов заседаний совета директоров.

Что интересно, Конституционный Суд пришел к выводу о том, что спорная норма права по своему конституционно-правовому смыслу в системе действующего правового регулирования предполагает, что в целях обеспечения баланса прав и законных интересов акционера, требующего доступа к протоколам совета директоров акционерного общества, с одной стороны, и других акционеров, акционерного общества в целом, а также иных участников правоотношений, связанных с акционерным обществом, с другой стороны, допустимо выдвижение органами управления акционерного общества возражений против выполнения требований акционера, если с точки зрения акционерного общества характер и объем запрашиваемой информации свидетельствует о наличии признаков злоупотребления со стороны акционера правом на доступ к информации акционерного общества, в том числе в связи с отсутствием у него законного интереса в получении соответствующей информации, или если имеют место иные фактические обстоятельства, свидетельствующие о недобросовестности акционера. Такие возражения не могут носить произвольный и пристрастный характер, а спор между акционером и органами управления акционерного общества, выдвинувшими возражения, в любом случае подлежит разрешению в судебном порядке.

Особенности реализации права акционеров на информацию были уточнены и Высшим Арбитражным Судом РФ[1080]. В частности, особо было отмечено, что участнику хозяйственного общества может быть отказано в удовлетворении требования о предоставлении информации, если будет доказано, что его право на информацию обществом не нарушено. Об этом могут свидетельствовать следующие обстоятельства:

– неоднократное заявление требований о предоставлении одних и тех же документов и (или) их копий при условии, что первое из таких требований было надлежащим образом удовлетворено обществом;

– заявление участником требования о предоставлении информации и документов, относящихся к прошлым периодам деятельности хозяйственного общества и явно не представляющих ценности сточки

зрения их анализа (экономического, юридического, в том числе по причине истечения сроков исковой давности, и т. д.).

Особо были оговорены и случаи **злоупотребления правом.** Суд может отказать в удовлетворении требования участника, если будет доказано наличие в его действиях злоупотребления правом (ст. 10 ГК РФ), о чем может свидетельствовать то, что участник, обратившийся с требованием о предоставлении информации, является фактическим конкурентом хозяйственного общества (либо его аффилированным лицом), а запрашиваемая информация носит конфиденциальный характер, относится к конкурентной сфере, и ее распространение может причинить вред коммерческим интересам общества.

Также в информационном письме было особо указано, что о наличии у участника правомерного интереса в получении информации могут свидетельствовать, например, планирование истцом продажи своих акций или доли в уставном капитале (в том числе в ходе процедур банкротства истца), подготовка к обращению в суд с требованием об оспаривании решения органа или договора хозяйственного общества либо о привлечении к ответственности органов общества, а также подготовка к участию в общем собрании акционеров.

В строго определенных случаях эмитент, являющийся акционерным обществом, может быть освобожден от обязанности осуществлять раскрытие информации о ценных бумагах[1081]. Соответствующее решение может быть принято ФСФР на основании письменного заявления эмитента.

Заявление удовлетворяется только при одновременном соблюдении следующих условий:

1) если решение об обращении в ФСФР принято эмитентом в порядке, установленном Законом об АО [1082];

2) если у эмитента отсутствуют иные эмиссионные ценные бумаги, за исключением акций, в отношении которых осуществлена регистрация проспекта таких ценных бумаг;

3) если эмиссионные ценные бумаги эмитента не включены в список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам;

4) если количество акционеров эмитента не превышает 500 человек.

Случаи освобождения эмитентов от раскрытия

информации встречаются все чаще. Например, многие акционерные общества, зарегистрированные на территории Свердловской области, уже воспользовались этим правом. По имеющимся данным, из 658 эмитентов данного региона больше трети (250 эмитентов) отказались от процедуры раскрытия информации. Например, Высокогорский горно-обогатительный комбинат и Нижнетагильский меткомбинат, которые входят в Evraz Group[1083].

В настоящее время в судебной практике складывается подход, согласно которому, освобождение эмитента от раскрытия информации еще не означает возможность эмитента не раскрывать весь массив информации, предусмотренной законом. Существует и обязательная информация, подлежащая раскрытию в любом случае. Итак, как отмечено в Постановлении Девятого арбитражного апелляционного суда от 29 марта 2012 года № 09АП-4513/2012-АК по делу № А40-114678/11-147-1032, эмитент в соответствии со ст. 30.1 Закона о рынке ценных бумаг может быть освобожден от раскрытия информации в соответствии со ст. 30, т. е. от обязанности по раскрытию информации в формах ежеквартального отчета эмитента эмиссионных ценных бумаг (ежеквартальный отчет); сводной бухгалтерской (консолидированной финансовой) отчетности эмитента; сообщений о существенных фактах. В то же время обязанность по раскрытию информации в соответствии со ст. 92 Закона об акционерных обществах не может быть снята с акционерного общества на основании ст. 30.1 Закона о рынке ценных бумаг. Следовательно, суд пришел к выводу о том, что указанной статьей Закона об акционерных обществах предусмотрена безусловная обязанность открытого акционерного общества осуществлять раскрытие информации.

11.2. Противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком ценных бумаг

Почему, спрашивал он себя, отец не воспользуется случаем и не приобретет облигации Техасской республики лично для себя… Надо думать, что он считал это не вполне законным, хотя и противозаконного тут, собственно, ничего не было. Почему бы не вознаградить себя за такую неофициальную осведомленность? Фрэнк решил, что его отец не в меру честен, не в меру осмотрителен, – когда он сам вырастет, сделается биржевиком, банкиром и финансистом, то уж, конечно, не упустит такого случая.

Теодор Драйзер «Финансист», 1912 год

Инсайдерская торговля – это грех, и война против нее священна.

Генри Манн «В защиту инсайдерской торговли», 1966 год

Правовое регулирование так называемой **инсайдерской торговли** (insider trading) оказывает серьезное воздействие на положение корпораций во многих странах мира[1084]. Причинами появления данного института стали усложнение мировых финансовых рынков и потребность в изменении правового регулирования рынка ценных бумаг.

По своей сути инсайдерская торговля возникает в связи с экономическим феноменом – асимметрией информации. При этом асимметрия возникает именно тогда, когда одна из сторон сделки знает больше, чем другая [1085].

Существуют различные теории, объясняющие суть инсайдерской торговли[1086]. Например, приверженцы

имущественной теории (property theory) считают, что те, кто прилагал усилия по созданию новой информации вправе рассчитывать на выгоду от сделки. Те же, кто просто узнал информацию от инсайдера, не вправе извлекать доход от подобных сделок.

В теории равенства информации (parity information), наоборот, считается, что все инвесторы должны играть по одним правилам, то есть им должны быть обеспечены равные возможности.

Существует и еще одна точка зрения, с позиции которой инсайдерская торговля – это компенсация менеджерам за их хорошую работу. Ведь они используют инсайдерскую информацию, зная, что акции будут расти благодаря их усилиям.

Несмотря на различные подходы к пониманию инсайдерской торговли, в развитых странах все же господствует негативное отношение к использованию инсайдерской информации в целях совершения сделок на рынке ценных бумаг. Здесь следует подчеркнуть, что, осуществляя сделки на фондовом рынке, инсайдер тем самым не только подрывает его основы, подталкивая остальных инвесторов к аналогичному поведению для максимального извлечения прибыли, но и причиняет вред конкретному контрагенту по сделке, а также остальным участникам рынка, ведь курсовая стоимость ценных бумаг под воздействием инсайдерских сделок подвержена колебаниям.

Отдельные авторы[1087] считают предвестником законодательства об инсайдерской торговле американский Закон о казначействе 1789 года. Согласно ему, сотрудникам данного ведомства (на тот момент там работало всего в человек) запрещалось быть заинтересованным в бизнесе и участвовать в сделках на рынке ценных бумаг. Справедливости ради нужно отметить, что на иные государственные органы закон не распространялся. А штаты в указанный период подобных ограничений не вводили.

В России долгое время отсутствовало правовое регулирование данного явления. По отзывам многих исследователей, на рынке даже сложилась точка зрения о том, что российский рынок ценных бумаг носит манипулятивный и инсайдерский характер[1088].

Только в 2010 году был принят Федеральный закон от 27 июля 2010 года № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию

рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее Закон об инсайде) [1089].

В этом законе дается полное определение понятия инсайдерской информации. В общих чертах в этом качестве выступает точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена, так как ее распространение или предоставление может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, курс иностранной валюты и (или) стоимость товаров. Кроме этого, в Законе об инсайде приведен перечень инсайдерской информации.

> В зарубежных правопорядках в разные периоды существовали различные подходы к определению инсайдерской информации (ИИ). Детальный обзор данных подходов делает И. Киселева. Например, в статье 118(2)(а) Закона Великобритании «О финансовых услугах» 2001 года ИИ – это информация, которая не является общедоступной для участников рынка и которую участники, если бы она была им доступна, вероятно, посчитали бы значимой для принятия решения о том, на каких именно условиях следует осуществлять сделки с соответствующим финансовым инструментом. Статья 10-1 Ордонанса Франции № 67-833 от 28 сентября 1967 года (в редакции Ордонанса № 96-597 от 2 июля 1996 года) определяет ИИ как привилегированную неизвестную общественности информацию о перспективах или положении эмитента, ценные бумаги которого обращаются на организованном рынке, или о перспективах эволюции финансового инструмента, допущенного кобращению на организованном рынке. Согласно статье 2–1 Закона Норвегии «О торговле ценными бума га ми» от 1997 года, ИИ – точная и конфиденциальная информация о финансовых инструментах, эмитенте этих финансовых инструментов или других факторах, которые могут иметь существенное влияние на цену этих финансовых инструментов. Статья 34 Закона Дании «О торговле ценными бумагами» от 2000 года определяет ИИ следующим образом: это неопубликованная информация об эмитентах ценных бумаг, о ценных бумагах или рыночных условиях, относящихся к этим ценным бумагам, которая могла бы повлиять на формирование стоимости одной или более ценных бумаг в случае ее обнародования. Информация считается обнародованной,

если имело место разглашение ее существенных деталей на рынке. Информация, представленная фондовой биржей, считается обнародованной, если биржа сама распространила эту информацию. Ст. 103 Закона «О рынке ценных бумаг» Сингапура дает такое определение: ИИ – информация, которая обычно недоступна, но если бы была доступна, то оказала бы существенное влияние на стоимость ценных бумаг компании. Согласно статье 13 Закона Германии «О торговле ценными бумагами» от 1994 года, ИИ – факты, которые не являются публично известными, относятся к одному или нескольким эмитентам ценных бумаг и могут существенно повлиять на стоимость ценных бумаг в случае их раскрытия[1090].

Противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации осуществляется посредством определения понятий «инсайдер» и «сведения, относящиеся к инсайдерской информации».

Инсайдеры перечислены в ст. 4 Закона об инсайде. Разработчики данного нормативного акта пошли по пути максимального перечисления лиц, которым может быть известна инсайдерская информация. При этом к ним относятся как различные участники рынка ценных бумаг (эмитенты, профессиональные участники и т. п.), так и их члены органов управления и сотрудники.

Сведения, относящиеся к инсайдерской информации, указаны в ст. 3 рассматриваемого закона. При этом отдельные перечни такой информации подробно раскрываются в подзаконных нормативных актах[1091]. Целесообразно охарактеризовать **основные группы участников рынка ценных бумаг,** относительно которых сформированы перечни сведений, считающихся инсайдерской информацией[1092]:

1) эмитенты, эмиссионные ценные бумаги которых либо допущены к организованным торгам, либо готовятся к этому посредством подачи заявки об их допуске к указанным торгам:

– информация о созыве и проведении общего собрания участников (акционеров) эмитента;

– о повестке дня заседания совета директоров (наблюдательного совета) эмитента, а также о принятых им решениях;

– о появлении лица, контролирующего эмитента, а также о прекращении оснований такого контроля;

– о завершении размещения эмиссионных ценных бумаг эмитента;

2) организаторы торговли:

– информация о принятии организатором торговли решения о приостановлении и возобновлении, или об изменении условий (режима), или о прекращении торгов ценными бумагами, производными финансовыми инструментами, иностранной валютой или определенными товарами;

– о принятии биржей решения о включении ценных бумаг в котировальный список (допуск ценных бумаг к торгам с прохождением процедуры листинга) либо об исключении ценных бумаг из котировального списка (делистинг ценных бумаг);

– об итогах выпуска (дополнительного выпуска) биржевых облигаций;

3) клиринговые организации, депозитарии и кредитные организации, осуществляющие расчеты по результатам сделок, совершенных через организаторов торговли:

– информация, содержащаяся в утвержденных уполномоченным органом клиринговой организации правилах клиринга;

– информация, содержащаяся в подлежащих исполнению поручениях депозитарию, осуществляющему расчеты по результатам сделок, совершенных через организаторов торговли, на зачисление ценных бумаг на торговый счет депо;

– об обязательствах участников клиринга, в отношении которых проводится клиринг;

4) профессиональные участники рынка ценных бумаг и иные лица, осуществляющие в интересах клиентов операции с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами, получившие инсайдерскую информацию от клиентов:

– информация, содержащаяся в подлежащих исполнению поручениях клиентов на совершение сделок с ценными бумагами в случае, когда исполнение таких поручений может оказать существенное влияние на цены соответствующих ценных бумаг[1093];

– информация, составляющая существенные условия договоров доверительного управления, связанные с совершением сделок с ценными бумагами и (или) заключением договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, в случае, когда осуществление доверительного управления в соответствии с указанными условиями может оказать существенное влияние на стоимость ценных бумаг;

5) информационные агентства, осуществляющие раскрытие или предоставление информации отдельных участников рынка ценных бумаг:

– информация, относящаяся к инсайдерской информации

эмитентов;

– информация, относящаяся к инсайдерской информации профессиональных участников рынка ценных бумаг и иных лиц, осуществляющих в интересах клиентов операции с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами, раскрытие или предоставление которой осуществляется информационным агентством;

6) рейтинговые агентства:

– информация о присвоении, изменении, приостановке рейтинга или ином рейтинговом действии в отношении отдельных участников рынка ценных бумаг;

– информация, относящаяся к инсайдерской информации отдельных участников рынка ценных бумаг, полученная рейтинговым агентством в связи с присвоением рейтинга или совершением иного рейтингового действия.

Действующее законодательство предусматривает отдельные **исключения** из числа сведений, относящихся к инсайдерской информации:

1) сведения, ставшие доступными неограниченному кругу лиц, в том числе в результате их распространения;

2) осуществленные на основе общедоступной информации исследования, прогнозы и оценки в отношении финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров, а также рекомендации и (или) предложения об осуществлении операций с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами.

В законодательстве установлен **запрет на использование инсайдерской информации** в следующих целях[1094]:

1) для осуществления операций с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами, которых касается инсайдерская информация, за свой счет или за счет третьего лица, за исключением совершения операций в рамках исполнения обязательства по покупке или продаже финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров, срок исполнения которого наступил, если такое обязательство возникло в результате операции, совершенной до того, как лицу стала известна инсайдерская информация;

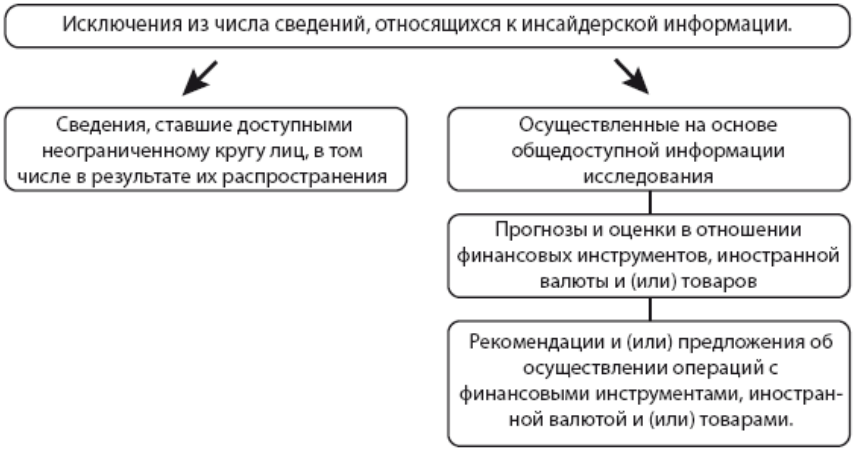
2) путем передачи ее другому лицу, кроме тех лиц, которые включены в список инсайдеров в связи с исполнением обязанностей, установленных федеральными законами, либо в связи с исполнением трудовых обязанностей или исполнением договора;

3) путем дачи рекомендаций третьим лицам, обязывания или побуждения их иным образом к приобретению или продаже

финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров.

В развитых странах нарушение законодательства об инсайдерской информации традиционно влечет за собой уголовное наказание. Одним из самых громких случаев последнего времени стало привлечение к уголовной ответственности бывшего члена совета директоров Goldman Sachs Раджата Гупты[1095]. Он был приговорен к двум годам лишения свободы и штрафу в $5 млн за передачу инсайдерской информации об инвестбанке хедж-фонду Galleon в разгар финансового кризиса[1096].

В материалах дела отмечается, что с 2008 года по январь 2009 года Гупта сообщал другому признанному виновным лицу Раджу Раджаратнаму важную непубличную информацию, которую узнавал как член совета директоров Goldman Sachs и P&G, понимая, что Раджаратнам использует полученную информацию для покупки и продажи ценных бумаг. При этом правоохранительными органами было зафиксировано несколько телефонных разговоров между Гуптой и Раджаратнамом, во время которых передавалась информация. Перед закрытием NYSE 23 сентября 2008 года Гупта участвовал по телефону в заседании совета директоров Goldman Sachs, на котором обсуждались планы Berkshire Hathaway инвестировать в банк $5 млрд. Как говорится в обвинении, через 16 секунд после того, как Гупта положил трубку, когда до закрытия торгов оставалось 6 минут, ассистент Гупты набрал номер Раджаратнама. За две минуты до закрытия торгов компания Galleon по указанию Раджаратнама приобрела 217 200 акций Goldman примерно на $27 млн[1097].


Исключения из числа сведений, относящихся к инсайдерской информации.
Сведения, ставшие доступными неограниченному кругу лиц, в том числе в результате их распространения
Осуществленные на основе общедоступной информации исследования
Прогнозы и оценки в отношении финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров
Рекомендации и (или) предложения об осуществлении операций с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами.

Манипулирование уже давно считается одной из серьезных угроз функционирования рынка ценных бумаг. Вспомним, как в XIX веке администрация Парижской биржи под влиянием действий злоумышленников часто распространяла сведения, которые впоследствии оказывались ложными, так как основывались на телеграммах с подложными подписями. Это делалось в целях понижения или повышения курсовой стоимости определенных ценных бумаг[1098].

В современном мире возможности манипулирования только расширились. Именно поэтому законодательство многих стран предусматривают жесткий надзор за рынком в целях недопущения случаев манипулирования. Не является исключением и Россия.

Итак, согласно ст. 5 Закона об инсайде, к **манипулированию рынком** относятся следующие действия [1099]:

1) умышленное распространение через средства массовой информации, в том числе через электронные, информационно-телекоммуникационные сети, доступ к которым неограничен (включая сеть «Интернет») или любым иным способом заведомо ложных сведений, в результате которого цена, спрос, предложение или объем торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром отклонились от уровня или поддерживались на уровне, существенно отличающемся от того уровня, который сформировался бы без распространения таких сведений;

2) совершение операций с финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром по предварительному соглашению между участниками торгов и (или) их работниками и (или) лицами, за счет или в интересах которых совершаются

указанные операции, в результате которых цена, спрос, предложение или объем торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром отклонились от уровня или поддерживались на уровне, существенно отличающемся от того уровня, который сформировался бы без таких операций;

3) совершение сделок, обязательства сторон по которым исполняются за счет или в интересах одного лица, в результате которых цена, спрос, предложение или объем торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром отклонились от уровня или поддерживались на уровне, существенно отличающемся от того уровня, который сформировался бы без таких сделок;

4) выставление за счет или в интересах одного лица заявок, в результате которого на организованных торгах одновременно появляются две и более заявки противоположной направленности, в которых цена покупки финансового инструмента, иностранной валюты и (или) товара выше цены либо равна цене продажи такого же финансового инструмента, иностранной валюты и (или) товара, в случае, если на основании указанных заявок совершены операции, в результате которых цена, спрос, предложение или объем торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром отклонились от уровня или поддерживатись на уровне, существенно отличающемся от того уровня, который сформировался бы без таких операций[1100];

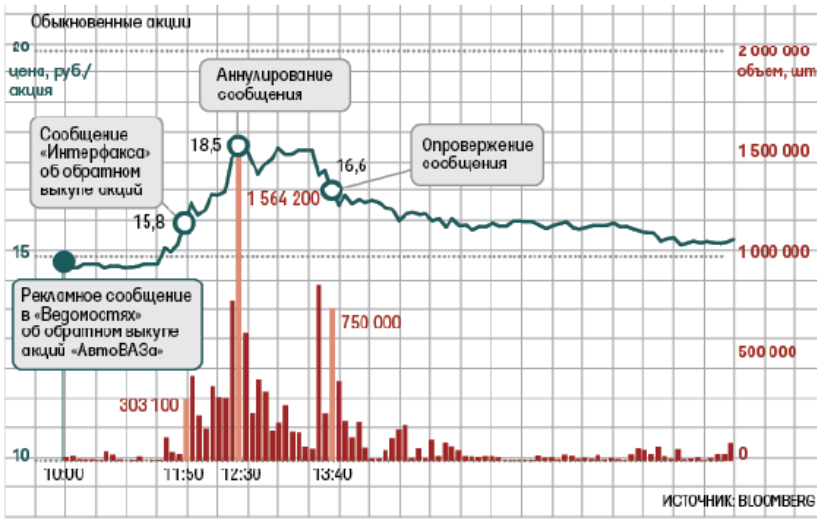
5) неоднократное, в течение торгового дня, совершение на организованных торгах сделок за счет или в интересах одного лица на основании заявок, имеющих на момент их выставления наибольшую цену покупки либо наименьшую цену продажи финансового инструмента, иностранной валюты и (или) товара, в результате которых их цена существенно отклонилась от уровня, который сформировался бы без таких сделок, в целях последующего совершения за счет или в интересах того же или иного лица противоположных сделок по таким ценам и последующее совершение таких противоположных сделок;

6) неоднократное в течение торгового дня совершение на организованных торгах за счет или в интересах одного лица сделок в целях введения в заблуждение относительно цены финансового инструмента, иностранной валюты и (или) товара, в результате которых цена финансового инструмента, иностранной валюты и (или) товара поддерживалась на уровне, существенно отличающемся от уровня, который сформировался бы без таких сделок;

7) неоднократное неисполнение обязательств по операциям,

совершенным на организованных торгах без намерения их исполнения, с одними и теми же финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром, в результате чего цена, спрос, предложение или объем торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром отклонились от уровня или поддерживались на уровне, существенно отличающемся от того уровня, который сформировался бы без таких операций.

Торги акциями «АвтоВАЗа» на Московской бирже 20 декабря 2012 года[1101]



На практике выявить факт манипулирования рынком, а тем более доказать причастность к нему определенных лиц достаточно сложно. В России в последнее время было зафиксировано несколько случаев подобного поведения. Наиболее громким примером манипулирования рынком в случае положительных результатов проверки, осуществляемой ФСФР[1102], может стать ситуация, сложившаяся с акциями ОАО «АвтоВАЗ». По информации газеты «Ведомости» 20 декабря 2012 года в течение часа стоимость указанных акций выросла на 25 %, до 18,5 рублей за штуку. Привилегированные акции подорожали на 13 %. К полудню объем торгов бумагами «АвтоВАЗа» составил 180 млн рублей, притом что в среднем в декабре этот показатель колебался в диапазоне 2–5 млн рублей в день. Впрочем, затем началось падение. По итогам дня обыкновенные акции «АвтоВАЗа» выросли на 2,34 %,

привилегированные – на 0,7 %, капитализация составила 30,9 млрд рублей. Объем торгов за день – 194,5 млн рублей. Рыночный ажиотаж был вызван ложными сообщениями о выкупе эмитентом собственных акций. Оно было опубликовано на правах рекламы 19 декабря в номере «Ведомостей». В сообщении со ссылкой на «АвтоВАЗ» говорилось, что с 19 декабря по 21 января проводится выкуп акций по 24,17 рублей за штуку. Кроме того, до конца 2012 года планируется завершить переговоры о выкупе долей «Ростехнологий» (28,89 %) и «Сбербанк CIB» (20,14 %), говорилось в публикации. Сообщения такого же содержания появились на лентах «Интерфакса» и на одном из сайтов РБК в 11:51 и 11:41 МСК соответственно. В 12:31 «Интерфакс» отозвал сообщение об оферте. А в 13:39 выпустил опровержение. С сайта РБК новость тоже была удалена. Официальный представитель эмитента заявил, что «АвтоВАЗ» никакого отношения к рекламе не имеет[1103].

Необходимо особо отметить, что, учитывая глобализацию, развитие сети Интернет и компьютеризацию сферы совершения сделок на фондовом рынке,[1104] возможности его манипулирования в последнее время многократно повысились. Например, в апреле 2013 года сирийские хакеры взломали аккаунт в Твиттере информационного агентства AP и сообщили от его имени о взрывах в Белом доме и ранении Президента США Барака Обамы. Несмотря на то, что уже через несколько минут посте появления ложной информации последовало опровержение, индекс Доу Джонса понизился с 14,700 до 14,570 пунктов, а индекс S&P 500 упал на 1 %[1105].

Следует отметить, что, согласно положению законодательства,[1106]не являются манипулированием рынком действия, определенные пунктами 2–6, изложенными выше, которые направлены:

1) на поддержание цен на ценные бумаги в связи с размещением и обращением ценных бумаг, при этом действия осуществляются участниками торгов в соответствии с договором с эмитентом или лицом, обязанным по ценным бумагам;

2) на поддержание цен в связи с осуществлением выкупа, приобретения акций, погашения инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов в случаях, установленных федеральными законами;

3) на поддержание цен, спроса, предложения или объема торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или)

товаром, при этом действия осуществляются участниками торгов в соответствии с договором, одной из сторон которого является организатор торговли.

Более подробно об ответственности за нарушение Закона об инсайде будет сказано в главе, посвященной ответственности на рынке ценных бумаг.

Краткие выводы

1. Информация является ключевым элементом функционирования современных финансовых рынков. Эмитенты, инвесторы, регулирующие органы, принимая те или иные решения, основываются на огромном массиве постоянно изменяющихся данных. В этой связи особую роль приобретает своевременность, достоверность и равная доступность информации, предоставляемой всем заинтересованным участникам рынка.

2. В специальной литературе выделяется несколько основных теоретических подходов, обосновывающих необходимость обязательного раскрытия информации:

1) неравномерное информационное обеспечение инвесторов;

2) сокращение социальных потерь;

3) надзор за деятельностью менеджмента;

4) гипотеза общественного блага;

5) теория публичного выбора.

3. В законодательстве закрепляется различие между двумя понятиями: предоставление и распространение информации. В первом случае имеют место действия, направленные на получение или передачу информации **определенному** кругу лиц: эмитенту и ФСФР, акционеру акционерного общества.

4. При распространении информации происходит получение или передача информации **неопределенному** кругу лиц.

5. Существуют различные основания классификации случаев раскрытия информации на рынке ценных бумаг:

1) в зависимости от того, является ли эмитентом публично-правовое образование;

2) в зависимости от обязательности раскрытия информации;

3) по форме раскрытия информации;

4) по способу раскрытия информации;

5) в зависимости от этапа эмиссии ценных бумаг.

Все формы раскрытия информации можно разделить на две большие группы:

– периодические формы раскрытия информации;

– формы информации, раскрытие которых осуществляется на нерегулярной основе.

6. Несмотря на различные подходы к пониманию инсайдерской торговли, в развитых странах все же господствует негативное отношение к использованию инсайдерской информации в целях совершения сделок на рынке ценных бумаг.

7. Действующее законодательство предусматривает

отдельные исключения из числа сведений, относящихся к инсайдерской информации:

1) сведения, ставшие доступными неограниченному кругу лиц, в том числе в результате их распространения;

2) осуществленные на основе общедоступной информации исследования, прогнозы и оценки в отношении финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров, а также рекомендации и (или) предложения об осуществлении операций с финансовыми инструментами.

Контрольные вопросы

1. В какой период времени и в каком государстве начинается распространение института раскрытия информации?

2. Выделите основные теоретические подходы, обосновывающие необходимость обязательного раскрытия информации.

3. Какие положительные особенности обязательного раскрытия информации можно обозначить? Каковы негативные черты данного процесса?

4. Назовите основные нормативные акты, регулирующие раскрытие информации в России.

5. Перечислите основания классификации случаев раскрытия информации на рынке ценных бумаг.

6. В чем состоят особенности порядка раскрытия информации в случае эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг?

7. В каких случаях эмитент обязан раскрывать информацию на рынке ценных бумаг?

8. Назовите основные формы раскрытия информации.

9. В чем состоит особенность раскрытия информации посредством ее публикации информации на информационном ресурсе (ленте новостей)?

10. Каким образом соотносятся понятие «инсайдерская информация» и «коммерческая тайна»? В чем состоят заключаются особенности раскрытия инсайдерской информации?

11. Определите особенности правового положения инсайдеров?. Правомерно ли совершение сделок с использованием инсайдерской информации?

12. Каким образом сочетаются понятия «инсайдерская информация» и «манипулирование рынком»?

Основная литература

Blair M., Ramsay I. Mandatory Corporate Disclosure Rules and Securities Regulation. – 2nd ed. – LBC Information Services, 1998. - URL: http:// ssrn.com/abstract=924725.

Choi S. 1, Pritchard A. C. Securities Regulation: The Essentials [Paperback], – Aspen Publishers, 2008. – 416p.

Loss L, Seligman J. Fundamentals of securities regulation [Hardcover]. -5th ed. – Aspen publishers, 2003. – 66 p.

Manne H.G. In defense of insider trading//Harvard Business Review. -1966. – No. 44(6).

Romano R. Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation //Yale Law Review. – 1998. – Vol. 107. – No. 5. – URL: http:// ssrn.com/abstract=10555.

Баев С. А. Раскрытие информации // Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е.Туктаров [и др.]; отв. ред. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. – М.: Статут, 2010. – 268 с. ВавулинД. А. Раскрытие информации акционерными обществами. – М.: Юстицинформ, 2012. – 184с.

Киселева И. Правовое регулирование инсайдерской торговли в России // Корпоративный юрист, – 2005. – № 4.

Маткова А. С. Раскрытие информации владельцами ценных бумаг// Законы России: опыт, анализ, практика. – 2010. – № 4.

Дополнительная литература

Coffee Jr., J. C. Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system // Virginia Law Review. – 1984. – Vol. 70. – No. 4. -P.717–753.

Easterbrook F. H., Fischei D. R. Mandatory disclosure and the protection of investors //Virginia Law Review. – 1984. – Vol. 70. – P. 669–715.

Fu J. Corporate Disclosure and Corporate Governance in China. – Kluwer Law International, 2010. – 348 p.

Кондратьева В. Что изменилось в порядке обязательного раскрытия информации акционерными обществами?// Акционерный вестник. -2012,– № 1–2.

Майфат А. В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования, – М.: Волтере Клувер, 2007. – 312 с.

Миловидов В.Д. Асимметрия информации или «симметрия заблуждений»?//Мировая экономика и международные отношения. -2013,– № 3.

Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624с.

Павлюк А. В. О судебной практике по делам о нарушениях раскрытия информации акционерными обществами // Адвокат. – 2011. – № 12. Савин А. Борьба с инсайдом и манипулированием рынком//Рынок ценных бумаг. – 2010. – № 2.

Шиткина И. Вопросы корпоративного права в проекте федерального закона о внесении изменений в Гражданский кодекс РФ//Хозяйство и право. – 2012. – № 6.

Глава 12
Ответственность на рынке ценных бумаг

Убивают на войне и грабят на бирже люди, которых ты никогда не видишь.

Альфред Капю

Как можно простить предательство тысяч инвесторов? Как можно простить обман сотен служащих? Я терзаюсь тем, что я причинил столько боли и страданий. Я оставляю в наследство позор. Вот с чем я буду доживать остаток своих дней.

Бернард Мэдофф

1. Значение ответственности для развития рынка ценных бумаг.
2. Виды ответственности на рынке ценных бумаг.

12.1. Значение ответственности для развития рынка ценных бумаг

Вопросы ответственности имели большое значение для развития рынка ценных бумаг на протяжении всей истории его существования. Вне зависимости от страны или исторического периода органы государственной власти стандартно пытались решать возникающие проблемы – при помощи ужесточен и я ответственности участников фондового рынка. Зачастую это было вызвано непониманием сути процессов, протекающих на рынке. Вместо попыток подвергнуть серьезному анализу возникающие явления, государство запрещало их, вводя дополнительные меры негативного характера[1107].

Развитие института ответственности на рынке ценных бумаг неразрывно связано с ответственностью участников корпоративных отношений, так как возникает прямая зависимость развития фондового рынка и такой формы предпринимательской деятельности, как корпорация. Первоначально основным способом обмана неискушенных инвесторов на фондовом рынке было создание т. н. «дутых» компаний, ставящих перед собой заведомо недостижимые цели (например, в XVII веке в Голландии, когда был разгар «акционерной горячки», в проспектах акционерных компаний говорилось о perpetuum mobile, о добывании дубового масла и т. п.[1108]). В сложившихся обстоятельствах как иностранный, так и отечественный опыт показал, что большое количество злоупотреблений в деятельности акционерных обществ на фондовом рынке было связано с деятельностью их учредителей[1109], которые занимали посты в органах управления компании. Кроме этого, серьезную проблему представляли и сами профессиональные игроки, манипулирующие курсовой стоимостью ценных бумаг.

Чтобы не допустить массовые нарушения прав участников рынка ценных бумаг, во многих странах произошло изменение законодательства. Принятые меры не только существенно уменьшили количество мошенничеств с акциями, но и сняли социальную напряженность среди потенциальных инвесторов. Справедливости ради, необходимо отметить, что

злоупотребления со стороны учредителей все же продолжались, хотя и не в таких масштабах.

В XX веке на первый план выходит *тенденция отстранения акционеров (участников) от управления текущей деятельностью обществ.* Хозяйственными обществами начинают руководить профессиональные менеджеры, не владеющие акциями возглавляемых ими предприятий. Разумеется, ситуация, когда компанией управляет стороннее лицо, не могла не привести к внутренним противоречиям между участниками корпоративных отношений, а также к злоупотреблениям со стороны наемных менеджеров компании. Подобные злоупотребления часто сопровождались махинациями и на фондовом рынке: топ-менеджеры пытались завысить стоимость ценных бумаг, искажая данные отчетности. Указанные обстоятельства подтолкнули к дальнейшему развитию института ответственности. Однако, в отличие от предшествующих периодов, акцент был сделан на ответственности лиц, управляющих компанией и, следовательно, имеющих возможность распоряжаться ее имуществом. В регламентации деятельности управляющих особенно преуспела правовая система Соединенных Штатов Америки. Отдельные положения, касающиеся статуса управляющих, их ответственности за свои деяния, были заимствованы другими государствами, в том числе и Россией[1110].

Казалось бы, американские корпорации надежно защищены от злоупотреблений со стороны недобросовестных управляющих. Однако, как выяснилось, это представление было всего лишь корпоративным мифом, который подтвердили многие акционерные скандалы, в частности, с энергетической компанией Enron. Еще сильнее ситуация обострилась с началом мирового финансового кризиса 2008 года, поэтому вопрос о различных гранях ответственности управляющих хозяйственными обществами (прежде всего, акционерными) снова приобрел актуальность и общественный резонанс.

Необходимо рассмотреть некоторые **теоретические основы института ответственности.** В специальной литературе укрепилась позиция обозначения двух аспектов социальной ответственности [1111]:

1. **Позитивная ответственность** заключается в осознании

человеком своего долга, обязанностей по отношению к иным индивидуумам, обществу и государству. Здесь молено наблюдать инициативное осуществление индивидуумом своих обязанностей, включая и те из них, которые получили юридическую регламентацию.

2. **Негативная (ретроспективная) ответственность,** обусловленная уклонением от исполнения обязанностей, нарушением прав других лиц, которая представляет собой их реакцию, а также реакцию общества и государства на нарушение. В данном случае происходит неблагоприятное воздействие на нарушителя, его имущественную, а также личную сторону жизни.

Наибольшее распространение получила позиция, согласно которой, неотъемлемым свойством юридической ответственности выступает именно ретроспективность. В частности, И. А. Ребане отмечал, что юридическая ответственность непременно ретроспективна и представляет собой ответственность за правонарушение, что проявляется в отрицательной государственной реакции на совершение правонарушения, характеризующейся осуждением как самого правонарушения, так и его субъекта[1112].

Социальная ответственность
Позитивная ответственность
Заключается в осознании человеком своего долга, обязанностей по отношению к иным индивидуумам, обществу и государству. Характерно инициативное осуществление индивидуумом своих обязанностей, включая и те из них, которые получили юридическую регламентацию.
Негативная (ретроспективная) ответственность
Обусловлена уклонением от исполнения обязанностей, нарушением прав других лиц. Представляет собой их реакцию, а также реакцию общества и государства на имевшее место нарушение. Происходит неблагоприятное воздействие на нарушителя, его имущественную, а также личную сторону жизни.

Исследуя рассматриваемую точку зрения, С. Н. Братусь добавлял, что юридическая ответственность служит делу воспитания и исправления правонарушителей, а также необходима для специального и общего предупреждения правонарушений[1113].

Следует особо отметить, что существует **две основные концепции юридической ответственности:**

1) обязанность претерпеть неблагоприятные личные или имущественные последствия правонарушения или просто обязанность отвечать перед государством за совершение

правонарушения;

2) осуждающая, отрицательная реакция государства на правонарушение, которая выражается в применении к правонарушителю особых мер принуждения – наказаний, взысканий или мер имущественной ответственности[1114].

Прежде всего, в этом качестве выступает **государственное принуждение.** Однако по вопросу о сущности государственного принуждения в специальной литературе единодушие отсутствует. Одни исследователи (И. С. Самощенко, О. Э. Лейст) применяют широкий подход к пониманию данной категории, полагая, что к государственному принуждению относятся меры контроля и надзора за соблюдением правовых норм, изучение обстоятельств деяний, в которых имеются признаки неправомерности[1115].

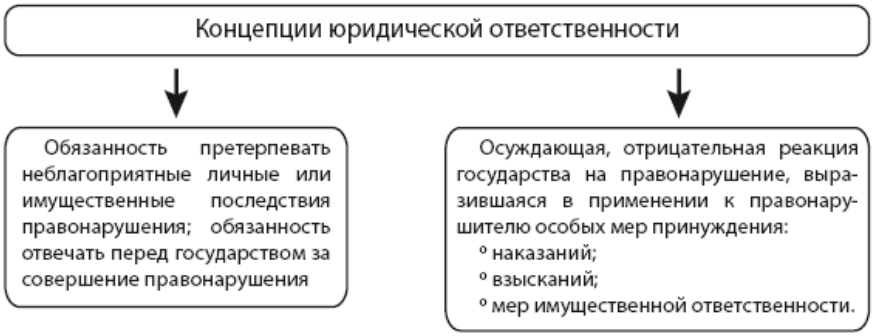
С подобным подходом вряд ли можно согласиться, ведь в данном случае происходит смешение исполнения возложенных на государственно-властные органы обязанностей, являющихся прямым следствием их статуса, и непосредственно государственного принуждения, поэтому другой подход к пониманию сути данной категории кажется более предпочтительным. С этой позиции государственное принуждение следует понимать как воздействие на нарушителя, основываясь на решении уполномоченного органа. При этом «принуждение в виде физического давления может оказываться на личную, неимущественную сферу нарушителя или на его имущественную сферу»[1116].

Следующим признаком юридической ответственности является то, что правонарушитель подвергается *дополнительным неблагоприятным последствиям.* При этом следует помнить о недопустимости позиции смешивания государственного принуждения с неблагоприятными последствиями для нарушителя. И. С. Самощенко высказывал мнение о том, что сам факт применения государственного принуждения или исполнение обязанности под принуждением, помимо воли, – это, несомненно, лишение для нарушителя, то есть неблагоприятное последствие его противоправного поведения[1117].

Несостоятельность подобного мнения абсолютно верно подчеркнули О. С. Иоффе и М. Д. Шаргородский, заметившие, что не во всех случаях неблагоприятные последствия воплощаются в одном лишь факте применения мер государственного принуждения[1118].

Целесообразно классифицировать **неблагоприятные последствия. В** частности, можно выделить последствия личного характера (лишение свободы, права занимать определенную должность) и имущественного характера (конфискация, штраф)

[1119].


Концепции юридической ответственности
Обязанность претерпевать неблагоприятные личные или имущественные последствия правонарушения; обязанность отвечать перед государством за совершение правонарушения
Осуждающая, отрицательная реакция государства на правонарушение, выразившаяся в применении к правонарушителю особых мер принуждения:
° наказаний;
° взысканий;
° мер имущественной ответственности.

Изучение основ юридической ответственности привело к необходимости ее классификации. Наиболее часто юридическую ответственность классифицируют в зависимости от *отраслевой принадлежности применяемой санкции,* выделяя гражданско-правовую, трудовую (или дисциплинарную), административную и уголовную[1120].

Не останавливаясь подробно на данном моменте, следует отметить, что, помимо отраслевой принадлежности, в теории права выделяют и иные классификационные критерии юридической ответственности: функциональный, целевой, субъективный, субъектный, в зависимости от характера принуждения и вида применяемых мер, в зависимости от вида правоотношений, в зависимости от применяющих ее субъектов[1121]. Существуют и иные критерии, поэтому нет необходимости особо выделять какой-то отдельный критерий: любой из них полезен при изучении определенной стороны юридической ответственности.

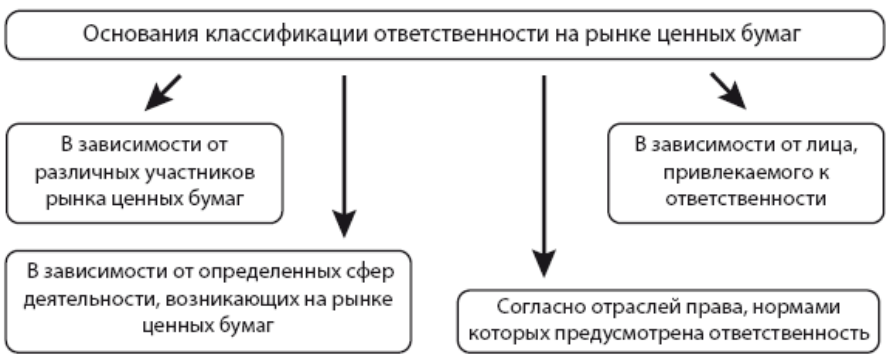
Исходя из вышеизложенного, выделим **отдельные особенности** института ответственности, применяемого на рынке ценных бумаг:

1. Большое значение уделяется превентивной и воспитательной функции института ответственности. Все процессы на рынке ценных бумаг происходят взаимосвязано, поэтому эффект от незаконного поведения его отдельных участников способен серьезно дестабилизировать ситуацию на рынке в целом. Таким образом, во всем мире традиционно установлены жесткие санкции за нарушение законодательства, регулирующего отношения на фондовом рынке. Их главная цель – снижение вероятности повторения аналогичного правонарушения на рынке.

2. Ответственность устанавливается нормами различных

отраслей права. К примеру, руководитель эмитента, допустивший нарушения в ходе эмиссии ценных бумаг, может привлекаться не только к гражданско-правовой, но и к административной ответственности.

3. Привлечение к ответственности не только участников рынка ценных бумаг – юридических лиц, но и членов их органов управления и сотрудников. В российской практике, как правило, к ответственности привлекаются не только соответствующие организации (эмитенты или профессиональные участники рынка ценных бумаг), но и физические лица, например, осуществляющие управленческие функции в данных юридических лицах.


Основания классификации ответственности на рынке ценных бумаг
В зависимости от различных участников рынка ценных бумаг
В зависимости от лица, привлекаемого к ответственности
В зависимости от определенных сфер деятельности, возникающих на рынке ценных бумаг
Согласно отраслей права, нормами которых предусмотрена ответственность

Следует подчеркнуть, что в отечественной литературе встречается точка зрения о необходимости нормативного закрепления уголовной ответственности для юридических лиц. Б. В. Волженкин отмечает необходимость определить условия, при которых юридическое лицо будет нести уголовную ответственность за преступление, совершенное физическим лицом. Такими условиями, по его мнению, могли бы быть следующие положения:

1) действие (бездействие) совершено с ведома юридического лица (его органа управления) или было им санкционировано;

2) в пользу (в интересах) юридического лица (при умышленной преступной деятельности);

3) субъектом, уполномоченным юридическим лицом[1122].

Необходимо отметить, что на международном уровне применительно к коррупционным преступлениям уже имелись рекомендации по введению уголовной

ответственности юридических лиц (Конвенция 58/4 Организации Объединенных Наций против коррупции [1123]). В частности, в п. 1 ст. 26 Конвенции отмечено, что каждое государство-участник принимает такие меры, которые с учетом его правовых принципов могут потребоваться для установления ответственности юридических лиц за участие в преступлениях, признанных таковыми в соответствии с настоящей Конвенцией. При этом в п. 2 ст. 26 Конвенции подчеркивается, что речь, наряду с прочим, идет и об уголовной ответственности юридических лиц, правда, при условии соблюдения правовых принципов соответствующего государства.

Существует и альтернативный подход к рассматриваемой проблеме, который заключается в предложении отказаться от попыток внедрения в российскую уголовно-правовую систему модели «уголовная ответственность юридических лиц», а ограничиться использованием модели «меры уголовно-правового характера в отношении организаций»[1124].

Сторонником данного подхода выступает Г. К. Смирнов. Он предлагает включать неблагоприятные последствия в отношении юридических лиц в сферу иных мер уголовно-правового воздействия, предусмотренных разделом VI УК РФ. Аналогичный подход был реализован в уголовном законе Латвии.

В качестве мер уголовно-правового воздействия в зависимости от характера участия в преступлении и имущественного положения юридического лица исследователь предлагает предусмотреть:

1) штраф;

2) лишение лицензии, квот, иных преференций или льгот;

3) лишение права заниматься определенным видом деятельности;

4) конфискация всего или части имущества;

5) принудительная ликвидация.

В отношении юридических лиц – нерезидентов может быть предусмотрена такая мера, как запрет осуществления деятельности на территории России[1125].

Указанные особенности воздействуют как на принятие соответствующих нормативных актов, регулирующих ответственность участников рынка, так и на

правоприменительный процесс. Однако следует учитывать одно важное обстоятельство, выделяемое в специальной литературе: рынок ценных бумаг направлен на привлечение капитала в реальный сектор экономики, поэтому регулирование ответственности в этой сфере представляет собой не только способ влияния на эффективность рынка, но и инструмент достижения макроэкономических целей и задач государства[1126].

12.2. Виды ответственности на рынке ценных бумаг

Представляется возможным выделить следующие основания классификации ответственности на рынке ценных бумаг: 1) в зависимости от различных участников рынка ценных бумаг; 2) в зависимости от лица, привлекаемого к ответственности; 3) согласно отраслям права, нормами которых предусмотрена ответственность; 4) в зависимости от определенных сфер деятельности на рынке ценных бумаг.

1. В зависимости от различных участников рынка ценных бумаг выделяют следующие разновидности ответственности:

– ответственность эмитентов;

– ответственность инвесторов;

– ответственность профессиональных участников рынка ценных бумаг и иных лиц.

Эмитенты, как уже отмечалось выше, являются одними из центральных участников на рынке ценных бумаг. Именно поэтому определение мер ответственности этих лиц представляется крайне важным направлением государственного регулирования рынка. При этом уделяется пристальное внимание именно процессу эмиссии ценных бумаг и исполнению эмитентами обязанностей перед иными лицами.

Например, *в случаях нарушения преимущественного права приобретения эмиссионных ценных бумаг* и (или) иных допущенных в ходе эмиссии нарушений, в результате которых лицо лишилось возможности приобрести эмиссионные ценные бумаги, на которые оно вправе было рассчитывать, данное лицо может потребовать по своему выбору от эмитента:

1) возмещения связанных с этим убытков, в том числе убытков, возникших в связи с приобретением указанным лицом соответствующих эмиссионных ценных бумаг у третьих лиц;

2) предоставления ему эмитентом соответствующего количества эмиссионных ценных бумаг с оплатой их стоимости по цене размещения[1127].

Например, согласно п. 3 ст. 7.1 Закона о рынке ценных бумаг, эмитент несет перед депонентами депозитария, осуществляющего обязательное централизованное хранение ценных бумаг, *субсидиарную ответственность* за исполнение таким депозитарием определенных обязанностей[1128].

Инвесторы также могут привлекаться к ответственности в ходе деятельности, осуществляемой на фондовом рынке. Речь

идет о неправомерном использовании инсайдерской информации. Если это действие не содержит уголовно наказуемого деяния, ответственность предусматривается ст. 15.21 КоАП.Также возможно привлечение к административной ответственности лица, которое приобрело более 30 % акций открытого акционерного общества, в случае нарушения установленных правил приобретения этих ценных бумаг [1129].

Кроме этого, действующее законодательство закрепляет различные основания привлечения к ответственности **профессиональных участников рынка ценных бумаг и иных лиц.** Например, п. 11 ст. 15.29 КоАП предусматривает привлечение к ответственности за совмещение профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг, например, деятельности клиринговой организации и иных видов деятельности.

Имеются и другие случаи ответственности рассматриваемой категории лиц. К примеру, **организатор торговли** несет ответственность за убытки, возникшие в связи с использованием недостоверной и (или) неполной информации, раскрытой (предоставленной) организатором торговли, если использование такой информации обязательно в силу требований нормативно-правовых актов или соответствующего договора[1130].

2. В зависимости от лица, привлекаемого к ответственности, выделяют ответственность **юридических лиц,** осуществляющих определенную деятельность на фондовом рынке, и ответственность **физических лиц,** которые обычно являются либо членами органов управления, либо сотрудниками соответствующих участников рынка ценных бумаг. Последние, чаще всего, привлекаются к административной или уголовной ответственности. Например, деяния, предусмотренные п. 1 ст. 185.2 Уголовного кодекса: нарушение установленного порядка учета прав на ценные бумаги лицом, в должностные обязанности которого входит совершение операций, связанных с учетом прав на ценные бумаги, причинившее крупный ущерб гражданам, организациям или государству[1131].

Однако в ряде случаев законодательство предусматривает гражданско-правовую ответственность члена органа управления или сотрудника участника рынка ценных бумаг. Например, лица, подписавшие или утвердившие проспект ценных бумаг (проголосовавшие за его утверждение), несут солидарно-субсидиарную ответственность за убытки, причиненные эмитентом инвестору и (или) владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в указанном проспекте и подтвержденной ими недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение

информации[1132].

При этом срок исковой давности для возмещения убытков по указанным выше основаниям начинается с даты начала размещения ценных бумаг, а в случае регистрации проспекта ценных бумаг – с даты раскрытия информации, содержащейся в проспекте.

3. Согласно отраслям права, нормами которых предусмотрена ответственность, выделяют:

– гражданско-правовую ответственность;

– дисциплинарную ответственность;

– административную ответственность;

– уголовную ответственность.

Гражданско-правовая ответственность регулируется, прежде всего, Гражданским кодексом и Законом о рынке ценных бумаг. Отдельные нормы, связанные с ответственностью, расположены и в иных законодательных актах, регулирующих определенную сферу отношений на фондовом рынке.

> Довольно много норм, регулирующих как гражданско-правовую, так и иные разновидности ответственности, содержится в Законе об инсайде.
>
> Например, в п. 2 ст. 7 этого нормативного акта представлены условия, исключающие ответственность лица, неправомерно использовавшего инсайдерскую информацию, либо распространившего заведомо ложные сведения. Это лицо освобождается от ответственности в случае, если оно не знало или не должно было знать, что такая информация является инсайдерской, а распространенные сведения – заведомо ложными.

Основанием гражданско-правовой ответственности управляющих является совершение ими правонарушения. В этой связи рассмотрим следующие условия гражданско-правовой ответственности.

Противоправный характер поведения. Противоправным является такое поведение, которое нарушает императивные нормы права либо санкционированные законом условия договоров, в том числе и прямо не предусмотренные правом, но не противоречащие общим началам и смыслу гражданского законодательства[1133]. Например, поведение профессионального участника рынка ценных бумаг можно считать противоправным в том случае, если он нарушает нормы действующего законодательства, условия заключенного между ним и другим лицом договора. К примеру, брокер, нарушая требования действующего законодательства и положения заключенного с

клиентом договора, исполняет сделки, осуществляемые по поручению клиентов, не в приоритетном порядке по сравнению с дилерскими операциями самого брокера[1134].

Наличие вреда (убытков). Одним из условий гражданско-правовой ответственности участника рынка ценных бумаг является причинение вреда (убытков). Как отмечал В.П. Грибанов, «под убытками понимается вред, выраженный в денежной форме»[1135].

При этом убытки, согласно абз. 1 п. 2 ст. 15 ГК, складываются из следующих компонентов:

– расходы, которые лицо, чье право нарушено, произвело или должно будет произвести для восстановления нарушенного права либо в случае утраты или повреждения его имущества (реальный ущерб);

– неполученные доходы, которые это лицо получило бы при обычных условиях гражданского оборота, если бы его право не было нарушено (упущенная выгода).

В первом случае реальный ущерб может быть причинен учредителю управления, если управляющий[1136] в нарушение условий договора совершал сделки на рынке ценных бумаг без предварительного согласования с клиентом.

Упущенной же выгодой применительно к приведенному примеру будут неполученные доходы клиента, которые он мог бы получить, используя отчужденное имущество.

> Компания Эскласс Индастриз Лимитед (Esclass Indastries Limited (далее – компания) обратилась в Арбитражный суд города Москвы с иском к ЗАО «Инвестиционная компания „АК БАРС Финанс“» (далее – общество «ИК„АК БАРС Финанс“») о взыскании 1 504 728 рублей 40 копеек убытков.
>
> Общество «ИК„АК БАРС Финанс“», являясь на основании депозитарного договора и соглашения об оказании брокерских услуг от 15 декабря 2008 года депозитарием и брокером компании, не исполнило ее поручение о продаже 26 февраля 2009 года облигаций по правилам п. 10 Решения о выпуске ценных бумаг, наделяющего владельцев облигаций правом требовать от эмитента приобретения облигаций по номинальной стоимости, которое может быть реализовано в конкретные периоды и с соблюдением строго регламентированной процедуры.
>
> В соответствии со ст. 3 Закона о рынке ценных бумаг брокер должен выполнять поручения клиентов

добросовестно и в порядке их поступления.

Суды установили, что адресная заявка в систему торгов ММВВ была подана обществом «ИК„АК БАРС Финанс“» несвоевременно, то есть с нарушением предусмотренных Решением о выпуске ценных бумаг сроков, и сделали обоснованный вывод о том, что реализация компанией права требовать от эмитента приобретения облигаций по их номинальной стоимости невозможна по вине общества «ИК„АК БАРС Финанс“».

В соответствии со ст. 15 ГК суд признал подлежащим удовлетворению требование компании о взыскании убытков в виде разницы между номинальной стоимостью облигаций, по которой их был обязан выкупить эмитент, и рыночной стоимостью облигаций, по которой компания их реализовала[1137].

Причинная связь между противоправным поведением и вредом (убытками). Достаточно распространенная позиция, с точки зрения которой, «взаимосвязь причины и следствия – объективно существующая разновидность взаимосвязи явлений, которая характеризуется тем, что в конкретной ситуации из двух взаимосвязанных явлений одно (причина) всегда предшествует другому и порождает его, а другое (следствие) всегда является результатом действия первого»[1138].

Однако применительно к гражданско-правовой ответственности лиц, осуществляющих управление хозяйственными обществами, разработана и иная концепция причинной связи.

И. Л. Иванов, взяв за основу теорию адекватного причинения и руководствуясь теорией возможности и действительности, выдвинутой О. С. Иоффе, говорит о том, что причинная связь между поведением управляющих и негативным результатом приобретает правовое значение в качестве элемента основания их гражданско-правовой ответственности только при условии, что это поведение вызвало действительность результата или создало конкретную возможность его наступления[1139].

ОАО «Инвестиционно-финансовая компания „Надежда“» (далее – ОАО «ИФК„Надежда“») обратилась в Арбитражный суд Чувашской Республики с иском к генеральному директору ОАО «Генциана» Глущенко Нине Николаевне о взыскании 700 000 рублей убытков.

Исковое требование мотивировано тем, что действия

генерального директора Н. Н. Глущенко, которые выразились в нераскрытии информации, подлежащей обязательному раскрытию, послужили причиной возникновения убытков для ОАО «Генциана».

Суд установил, что причиной возникновения убытков ОАО «Генциана» послужило привлечение Общества к ответственности за совершение административного правонарушения, выразившегося в несвоевременном раскрытии акционерным обществом информации на странице www.genciana.ru. в сети Интернет, и, как следствие, наложение административного штрафа в сумме 700 000 рублей. Вступившим в законную силу решением от в августа 2010 года Арбитражного суда Чувашской Республики по делу № А79-4521/2010 установлено, что Обществом не были приняты все зависящие от него меры по соблюдению правил и норм законодательства, несмотря на то, что у него имелась возможность по их соблюдению.

Согласно ст. 92 Закона об АО, на Обществе лежит обязанность раскрытия информации. Кроме этого, от имени Общества действует исполнительный орган – генеральный директор.

В пункте 12.3 устава ОАО «Генциана» указано, что ответственность за организацию, состояние и достоверность бухгалтерского учета, своевременное представление ежегодного отчета и другой финансовой отчетности в соответствующие органы, а также сведений о деятельности Общества, представляемых акционерам, кредиторам и в средства массовой информации, несет генеральный директор.

Таким образом, лицом, ответственным за нарушение Обществом порядка раскрытия информации на рынке ценных бумаг, является генеральный директор ОАО «Генциана» Н. Н. Глущенко.

Как указал суд, добросовестные и разумные действия генерального директора ОАО «Генциана» могли исключить указанные нарушения законодательства, если бы он принял все необходимые меры для надлежащего исполнения работником акционерного общества возложенных на него обязанностей в интересах самого Общества.

При таких обстоятельствах суд обоснованно взыскал с ответчика в пользу истца 700 000 рублей убытков.

Вина. Многие исследователи неоднократно поднимали вопрос о том, является ли вина признаком юридической ответственности. Не останавливаясь подробно на этом моменте, следует подчеркнуть, что наличие вины – это лишь условие возложения ответственности в определенной категории случаев, но не квалифицирующий признак ответственности вообще[1140]. Применительно к исследуемой теме Ю. Г. Басин отмечает, что «безвиновная ответственность в сфере хозяйственных отношений – это позитивная реальность и нашего законодательства, и нашей хозяйственной практики» [1141].

В этой связи весьма показательна трансформация содержания нормы, предусматривающей ответственность лиц, подписавших или утвердивших проспект ценных бумаг (проголосовавших за его утверждение). Первоначально[1142] соответствующая статья 22.1 Закона о РЦВ предусматривала наличие вины как один из оснований привлечения к ответственности упомянутых лиц. Однако затем, очевидно, принимая во внимание сложности, возникавшие в процессе доказывания, положение о вине было исключено.

К **дисциплинарной ответственности** привлекаются физические лица, состоящие в трудовых отношениях с работодателем (то есть являющиеся работниками[1143]). Например, сотрудники профессионального участника рынка ценных бумаг или инвестиционных компаний, эмитента и т. п.

Согласно ст. 192 ТК, за совершение дисциплинарного проступка, то есть неисполнение или ненадлежащее исполнение работником по его вине возложенных на него трудовых обязанностей работодатель имеет право применить следующие дисциплинарные взыскания:

– замечание;

– выговор;

– увольнение по соответствующим основаниям.

Наиболее часто участники рынка ценных бумаг привлекаются именно к **административной ответственности.** Очевидно, это связано с тем, как отмечается в специальной литературе, что законодатель последовательно расширяет административную ответственность за нарушения в сфере рынка ценных бумаг[1144] в результате роста активности Федеральной службы по финансовым рынкам.

В настоящее время к административной ответственности могут привлекаться различные группы участников рынка ценных бумаг. Однако основная проблема, которая появляется на практике, состоит в адекватности предусмотренных законодательством санкций совершенному правонарушению, его

общественной опасности. Как правило, санкциями являются довольно серьезные штрафы, что может привести к негативным финансовым последствиям, прежде всего, для эмитента – акционерного общества. Это связано с тем, что в результате приватизации в России появилось довольно много открытых акционерных обществ, по сути таковыми не являющихся[1145]. Кроме этого, систему административных штрафов за правонарушения на рынке ценных бумаг неоднократно критиковали представители участников рынка [1146].

Довольно показательно следующее дело, связанное с привлечением к ответственности открытого акционерного общества за нарушение законодательства о раскрытии информации. Как следует из материалов дела, региональным отделением ФСФР в Юго-Западном регионе в ходе проверки соблюдения обществом норм законодательства РФ в области рынка ценных бумаг было установлено, что ОАО «Центрально-Черноземный региональный институт по проектированию водохозяйственного и мелиоративного строительства» не представило в установленный срок ежеквартальный отчет эмитента эмиссионных ценных бумаг за IV квартал 2009 года (по сроку 15.02.2010), о чем административный орган составил акт от 22 марта 2009 года № 54-10-0038/ап-ао и протокол от 4 мая 2010 года № 54-10-0095/пр-ап об административном правонарушении в области рынка ценных бумаг.

Постановлением регионального отделения ФСФР от 19 мая 2010 года № 54-10-0057/пн ОАО «ЦЧРГипроводхоз» привлечено к административной ответственности за совершение правонарушения, предусмотренного ч. 2 ст. 15.19 КоАП РФ в виде взыскания штрафа в размере 700 000 рублей.

Не согласившись с вынесенным постановлением, общество обратилось в арбитражный суд. Как известно, согласно ст. 2.9 КоАП РФ, при малозначительности совершенного административного правонарушения судья, орган или иное должностное лицо, уполномоченное решить дело об административном правонарушении, может освободить лицо, совершившее административное правонарушение, от административной ответственности и ограничиться устным замечанием.

Именно поэтому, оценив представленные

доказательства, характер и степень общественной опасности, приняв во внимание, что обществом своевременно была раскрыта информация в форме ежеквартального отчета путем размещения этого отчета в сети Интернет, а также отсутствие пренебрежительного отношения ОАО «ЦЧРГипроводхоз» к исполнению своих публично-правовых обязанностей, суды пришли к обоснованному выводу о том, что *совершенное обществом деяние не содержит существенной угрозы охраняемым общественным отношениям, не повлекло за собой значительного нарушения прав и законных интересов граждан, общества и государства, расценили правонарушение в качестве малозначительного* и признали незаконным соответствующее постановление государственного органа[1147].

Перечень основных административных правонарушений на рынке ценных бумаг

Сфера отношений	Статья КоАП	Основания административной ответственности	Санкция
Эмиссия ценных бумаг	Статья 15.17	Нарушение эмитентом установленного федеральными законами и принятыми в соответствии с ними иными нормативно-правовыми актами порядка (процедуры) эмиссии ценных бумаг, если это действие не содержит уголовно наказуемого деяния	Административный штраф для должностных лиц эмитента — от 10 000 до 30 000 рублей; для юридических лиц — от 500 000 до 700 000 рублей
Обращение ценных бумаг	Статья 15.18	Совершение профессиональными участниками рынка ценных бумаг операций, связанных с переходом прав на эмиссионные ценные бумаги, отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) которых не зарегистрирован или уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) которых не представлено в орган, зарегистрировавший выпуск (дополнительный выпуск) указанных ценных бумаг, если эти действия не содержат уголовно наказуемого деяния	Административный штраф для должностных лиц — от 5000 до 10 000 рублей; для юридических лиц — от 300 000 до 500 000 рублей
Предоставление и раскрытие информации	Статья 15.19. Часть 1	Непредставление или нарушение эмитентом, профессиональным участником рынка ценных бумаг и другими лицами[1] порядка и сроков представления информации (уведомлений), предусмотренной (предусмотренных) федеральными законами и принятыми в соответствии с ними иными нормативно-правовыми актами, а равно представление информации не в полном объеме, и (или) недостоверной информации, и (или) вводящей в заблуждение информации, за исключением случаев, предусмотренных ст. 19.7.3. КоАП, если эти действия (бездействие) не содержат уголовно наказуемого деяния	Административный штраф для должностных лиц — от 20 000 до 30 000 рублей или дисквалификация на срок до 1-го года; штраф для юридических лиц — от 500 000 до 700 000 рублей

	Часть 2	Нераскрытие или нарушение эмитентом, профессиональным участником рынка ценных бумаг, лицом, оказывающим услуги по публичному представлению раскрываемой информации, и другими лицами порядка и сроков раскрытия информации, предусмотренной федеральными законами и принятыми в соответствии с ними иными нормативно-правовыми актами, а равно раскрытие информации не в полном объеме, и (или) недостоверной информации, и (или) вводящей в заблуждение информации	Административный штраф для должностных лиц — от 30 000 до 50 000 рублей или дисквалификация на срок от 1-го года до 2-х лет; штраф для юридических лиц — от 700 000 до 1 000 000 рублей.
	Часть 3	Непредставление (нераскрытие) или нарушение лицами, предоставившими обеспечение по облигациям эмитентов, лицами, получившими право прямо или косвенно, самостоятельно или совместно с иными лицами распоряжаться определенным количеством голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал эмитентов или клиринговой организации, подконтрольными эмитентам организациями, участниками (акционерами) хозяйственных обществ, лицами, получившими полномочия, необходимые для созыва и проведения внеочередных общих собраний акционеров акционерных обществ, лицами, приобретающими эмиссионные ценные бумаги открытых акционерных обществ на основании добровольного, в том числе конкурирующего, или обязательного предложения, предусмотренного законодательством РФ об акционерных обществах, а также аффилированными лицами акционерных обществ и лицами, которые в соответствии с федеральным законом признаются заинтересованными в совершении акционерным обществом сделки, порядка и сроков представления (раскрытия) информации, предусмотренной федеральными законами и принятыми в соответствии с ними иными нормативно-правовыми актами, за исключением случаев, предусмотренных статьей 19.7.3 настоящего Кодекса	Административный штраф для граждан — от 1000 до 2000 рублей; для должностных лиц — от 10 000 до 20 000 рублей; для юридических лиц — от 300 000 до 500 000 рублей

	Часть 4	Нарушение стороной договора, заключенного не на организованных торгах на условиях генерального соглашения (единого договора), установленных нормативно-правовыми актами федерального органа исполнительной власти в области финансовых рынков порядка и (или) сроков предоставления информации об указанном договоре, в том числе предоставление неполной и (или) недостоверной информации	Административный штраф для граждан — от 1000 до 2500 рублей; для должностных лиц — от 20 000 до 30 000 рублей; для юридических лиц — от 300 000 до 500 000 рублей
Осуществление прав, предоставляемых ценными бумагами	Статья 15.20	Воспрепятствование эмитентом, акционерным инвестиционным фондом, управляющей компанией акционерного инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда или негосударственного пенсионного фонда либо лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев ценных бумаг, осуществлению прав, удостоверенных ценными бумагами, за исключением случаев, предусмотренных частями 1, 2, 4, 5, 8 и 10 статьи 15.23.1 КоАП	Административный штраф для граждан — от 2000 до 4000 рублей; для должностных лиц — от 20 000 до 30 000 рублей; для юридических лиц — от 500 000 до 700 000 рублей
Использование инсайдерской информации	Статья 15.21	Неправомерное использование инсайдерской информации, если это действие не содержит уголовно наказуемого деяния	Административный штраф для граждан — от 3000 до 5000 рублей; для должностных лиц — от 30 000 до 50 000 рублей или дисквалификация на срок от 1-го года до 2-х лет; штраф для юридических лиц — в размере суммы излишнего дохода либо суммы убытков, которых гражданин, должностное лицо или юридическое лицо избежали в результате неправомерного использования инсайдерской информации, но не менее 700 000 рублей

Ведение реестра владельцев ценных бумаг	Статья 15.22. Часть 1	Незаконный отказ или уклонение от внесения записей в систему ведения реестра владельцев ценных бумаг, либо внесение таких записей без оснований, предусмотренных федеральными законами и пр инятыми в соответствии с ними иными нормативно-правовыми актами, либо внесение в реестр владельцев ценных бумаг недостоверных сведений, а равно невыполнение или ненадлежащее выполнение лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев ценных бумаг, требований владельца ценных бумаг или уполномоченного им лица, а также номинального держателя ценных бумаг о предоставлении выписки из системы ведения реестра владельцев ценных бумаг по лицевому счету	Административный штраф для должностных лиц — от 30 000 до 50 000 рублей или дисквалификация на срок от 1-го года до 2-х лет; штраф для юридических лиц — от 700 000 до 1 000 000 рублей
	Часть 2	Незаконное ведение реестра владельцев ценных бумаг их эмитентом, а равно в случае замены лица, осуществляющего ведение реестра владельцев ценных бумаг, уклонение такого лица от передачи полученной от эмитента информации, данных и документов, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг, или нарушение предусмотренных федеральными законами и принятыми в соответствии с ними иными нормативно-правовыми актами порядка и сроков их передачи	Административный штраф для должностных лиц — от 30 000 до 50 000 рублей или дисквалификация на срок от 1-го года до 2-х лет; штраф для юридических лиц — от 700 000 до 1 000 000 рублей
	Часть 3	Иное нарушение лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев ценных бумаг, установленных федеральными законами и принятыми в соответствии с ними иными нормативно-правовыми актами требований к порядку ведения реестра владельцев ценных бумаг	Административный штраф для должностных лиц — от 5000 до 10 000 рублей; для юридических лиц — от 100 000 до 300 000 рублей
Профессиональная и иная деятельность на рынке ценных бумаг	Статья 15.29.	Подробнее см. действующее законодательство[2]	
	Статья 15.30. Манипулирование рынком	Манипулирование рынком, если это действие не содержит уголовно наказуемого деяния	Административный штраф для граждан — от 3000 до 5000 рублей; для должностных лиц — от 30 000 до 50 000 рублей или дисквалификация на срок от 1-го года до 2-х лет; штраф для юридических лиц — в размере суммы излишнего дохода либо суммы убытков, которых гражданин, должностное лицо или юридическое лицо избежали в результате манипулирования рынком, но не менее 700 000 рублей

Непредставление или нарушение эмитентом, профессиональным участником рынка ценных бумаг и другими лицами[1148]

Подробнее см. действующее законодательство[1149]

Уголовная ответственность применяется в исключительных случаях и свидетельствует о тяжести совершенного деяния со стороны соответствующего лица. Среди преступлений, предусмотренных Уголовным кодексом можно перечислить следующие:

– злоупотребления при эмиссии ценных бумаг (ст. 185).;

– злостное уклонение от раскрытия или предоставления информации, определенной законодательством Российской Федерации о ценных бумагах (ст. 185.1);

– нарушение порядка учета прав на ценные бумаги (ст. 185.2);

– манипулирование рынком (ст. 185.3);

– воспрепятствование осуществлению или незаконное ограничение прав владельцев ценных бумаг (ст. 185.4);

– неправомерное использование инсайдерской информации (ст. 185.6)[1150].

Один из самых суровых приговоров за преступления на рынке ценных бумаг был вынесен известному американскому инвестору Бернарду Мэдоффу. Он был арестован в декабре 2008 года и уже в марте 2009-го признал себя виновным по 11 пунктам обвинения, включая мошенничество с ценными бумагами и отмывание денег. В 1960 году он основал компанию Bernard L. Madoff Investment Securities, оказывавшую посреднические услуги участникам фондового рынка. Параллельно он создал бизнес по управлению активами, который, как было установлено, функционировал в виде финансовой пирамиды. Жертвами его махинаций стали банки, инвестфонды, благотворительные организации, частные инвесторы, а также компании, предоставляющие консультации инвестиционным фирмам[1151].

4. В зависимости от определенных сфер деятельности на рынке ценных бумаг.

По данному основанию классификации можно выделить довольно много случаев привлечения к ответственности участников рынка ценных бумаг. В качестве ключевых можно отметить *эмиссию ценных бумаг и учет прав на ценные бумаги.*

Например, особое значение имеет ответственность эмитента за ведение и хранение реестра акционеров, которая предусмотрена п. 4 ст. 44 Закона об АО. Как известно, общество обязано обеспечить ведение и хранение реестра акционеров общества в соответствии с правовыми актами Российской Федерации с момента государственной регистрации общества (п. 2 ст. 44 Закона об АО). При этом в обществе с количеством акционеров более 50 человек держателем реестра должен быть регистратор (абз. 2 п. 3 ст. 44 Закона об АО). Договор о ведении и хранении реестра акционеров имеет характерные черты договоров комиссии и поручения, при этом главной особенностью договора на ведение и хранение реестра является то, что держатель реестра акционеров действует в интересах эмитента и в рамках переданных им полномочий[1152].

Статья 403 ГК предусматривает, что должник отвечает за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательства третьими лицами, на которых было возложено исполнение, если законом не установлено, что ответственность несет являющееся

непосредственным исполнителем третье лицо.

В связи с указанными положениями действующего законодательства в специальной литературе уже давно высказывалась позиция, согласно которой именно общество, а не регистратор, должно отвечать за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательства по ведению и хранению реестра акционеров [1153].

Позиция о привлечении к ответственности самого акционерного общества нашла отражение в Постановлении Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 2 августа 2005 года № 161 12/03[1154]. В нем было отмечено, что ответственность перед своими акционерами за исполнение обязанности по надлежащему ведению и хранению реестра и за действия регистратора несет само акционерное общество, поручившее ведение реестра регистратору. Следовательно, эмитент, являясь лицом, на которое законом возложена обязанность по надлежащему ведению и хранению реестра, несет перед владельцами ценных бумаг ответственность в соответствии с правилами гл. 25 ГК РФ.

Подход о привлечении к ответственности эмитента вызвал критику в специальной литературе. И. С. Шиткина отмечает, что с момента заключения договора акционерного общества с регистратором обязанность по ведению реестра возлагается на последнего. С этого момента общество утрачивает объективную возможность присутствовать при внесении записей в реестр акционеров и контролировать выполнение регистратором требований, предъявляемых Положением о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг. Регистратор также не обязан согласовывать или информировать акционерное общество о каждой совершаемой им операции по списанию акций: введение подобной обязанности делало бы деятельность регистратора как профессионального участника рынка ценных бумаг нецелесообразной. Таким образом, акционерное общество объективно не способно контролировать деятельность регистратора, а должную осмотрительность участника гражданского оборота оно уже проявило при передаче ведения реестра акционеров лицу, получившему соответствующее разрешение государства (лицензию) на осуществление данной

деятельности[1155].

Впоследствии акционерные общества, не согласные с подходом о привлечении к ответственности самих эмитентов, предприняли попытку в Конституционном Суде РФ проверить конституционность положений абз. 2 п. 3 и п. 4 ст. 44 Закона об АО[1156]. Судебный орган признал, что указанные нормы не противоречат Конституции РФ.

Нормативное закрепление положения об ответственности общества за ведение реестра произошло только в 2009 году. В настоящее время п. 4 ст. 44 Закона об АО четко предусмотрена ответственность общества и регистратора за ведение и хранение реестра акционеров. При этом ответственность указанных лиц носит солидарный характер. Они несут ответственность за убытки, причиненные акционеру в результате утраты акций или невозможности осуществить права, удостоверенные акциями.

При этом п. 4 ст. 44 Закона об АО предусматривает, что должник, исполнивший солидарную обязанность, имеет право обратного требования (регресса) к другому должнику в размере половины суммы возмещенных убытков. Важно, что условия осуществления данного права (в том числе размер обратного требования – регресса) могут быть определены соглашением между обществом и регистратором.

Кроме этого, законодатель особо оговорил, что условия соглашения, устанавливающего порядок распределения ответственности либо освобождающего общество или регистратора от ответственности в случае причинения убытков по вине хотя бы одной из сторон, ничтожны.

Изложение в законодательстве порядка привлечения к ответственности общества и регистратора кажется сложным и запутанным. Обратимся к содержанию уже упоминавшегося п. 4 ст. 44 Закона об АО. Итак, при наличии вины только одного из солидарных должников виновный должник не имеет права обратного требования (регресса) к невиновному должнику, а невиновный должник имеет право обратного требования (регресса) к виновному должнику в размере всей суммы возмещенных убытков. При наличии вины обоих солидарных должников размер обратного требования (регресса) определяется в зависимости от степени вины каждого солидарного должника, а в случае невозможности определить степень вины каждого из них размер обратного требования (регресса) составляет половину суммы возмещенных убытков.

Таким образом, возникает несколько вопросов. Как на практике будет определяться вина общества и регистратора?

Какие факты будут свидетельствовать о наличии вины общества? И, наконец, самый главный вопрос, каковы критерии определения степени вины каждого должника?

Следовательно, представляется сомнительным введение самого института солидарной ответственности общества и регистратора. Тем более что имеется довольно эффективный способ решения существующей проблемы – страхование ответственности регистратора. К сожалению, законодатель пошел по наиболее спорному пути решения проблемы возмещения акционерам причиненного вреда неправомерным списанием акций.

Краткие выводы

1. Вопросы ответственности всегда имели главное значение для развития рынка ценных бумаг.

2. Существует две основные концепции юридической ответственности:

1) обязанность претерпеть неблагоприятные личные или имущественные последствия правонарушения или просто как обязанность отвечать перед государством за совершение правонарушения;

2) осуждающая, отрицательная реакция государства на правонарушение, которая выражается в применении к правонарушителю особых мер принуждения – наказаний, взысканий или мер имущественной ответственности.

3. Можно выделить следующие особенности института ответственности, применяемого на рынке ценных бумаг:

1) большое значение уделяется превентивной и воспитательной функции института ответственности;

2) ответственность устанавливается нормами различных отраслей права;

3) к ответственности привлекаются не только участники рынка ценных бумаг – юридические лица, но и члены их органов управления, а также их сотрудники.

4. Целесообразно выделить следующие основания классификации ответственности на рынке ценных бумаг:

1) в зависимости от различных участников рынка ценных бумаг;

2) в зависимости от лица, привлекаемого к ответственности;

3) согласно отраслям права, нормами которых предусмотрена ответственность;

4) в зависимости от определенных сфер деятельности на рынке ценных бумаг.

5. Одной из наиболее серьезных проблем в сфере ответственности на рынке ценных бумаг является несоразмерность административных штрафов тяжести совершенного нарушения и опасности для общественных отношений.

Контрольные вопросы

1. Почему вопросы ответственности традиционно имели важное значение для развития рынка ценных бумаг?
2. Какие два аспекта социальной ответственности можно выделить?
3. В чем состоит отличие государственного принуждения от неблагоприятных последствий для нарушителя права?
4. Обозначьте особенности института ответственности, применяемого на рынке ценных бумаг
5. Как вы считаете, целесообразно ли введение уголовной ответственности юридических лиц за преступления на рынке ценных бумаг?
6. Какие основания классификации ответственности на рынке ценных бумаг можно выделить?
7. В чем состоят особенности привлечения к ответственности эмитентов, инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг?
8. Каковы условия гражданско-правовой ответственности участников рынка ценных бумаг?
9. В каком случае физическое лицо может быть привлечено к дисциплинарной ответственности на рынке ценных бумаг?
10. Назовите основные административные нарушения на рынке ценных бумаг
11. Назовите основные составы преступлений, связанные с деятельностью на рынке ценных бумаг
12. Назовите основные проблемы, связанные с привлечением к ответственности эмитента за ведение и хранение реестра акционеров.

Основная литература

Братусь С. Н. Юридическая ответственность и законность (очерк теории). – М.: Городец-издат, 2001. – 208 с.

Волженкин Б. В. Преступления в сфере экономической деятельности (экономические преступления). – СПб.: Юрид. центр Пресс, 2002. -641 с.

Грибанов В. П.Ответственность за нарушение гражданских прав и обязанностей//Осуществление и защита гражданских прав/В. П. Грибанов. – М.: Статут, 2001. – С. 285–356.

Карпович О. Г. Некоторые уголовно-правовые проблемы преступлений, связанных с нарушением порядка учета прав на ценные бумаги. Манипулирование рынком // Юридический мир. – 2011. – № 10. – С. 22–28. Кузнецов А. Административная ответственность за воспрепятствование осуществлению прав, удостоверенных акцией // Корпоративный юрист, – 2009. – № 9.

Моденов А. К. Ответственность в хозяйственных правоотношениях. – СПб.: ИНТАН, 2001– 341с.

Молотников А. Е. Ответственность в акционерных обществах. – М.: Волтере Клувер, 2006. – 240 с.

Новаковский А. В. Основы государственного регулирования в России и зарубежных финансовых центрах// Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е.Туктаров [и др.]; отв. ред. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. – М.: Статут, 2010. – 268 с. Редькин И. В. Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере ценных бумаг. – М.: Деловой экспресс, 1997,– 112 с. Смирнов Г. К. Об общей проблеме модернизации государственной политики в области противодействия экономической преступности// Государственная власть и местное самоуправление. – 2011. -№ 2. -С. 35–39.

Тарасов И.Т. Учение об акционерных компаниях. – М.: Статут, 2000. -666 с.

Шульга А.В. Противоправное изменение записи в реестре акционеров – приготовление к мошенничеству// Российский следователь. -2012.-№ 3,-С. 28–31.

Дополнительная литература

Добровольский В. И. Ответственность рейдера по российскому законодательству. – М.: Волтере Клувер, 2010. – 158 с.

Иванов И. Л. Гражданско-правовая ответственность лиц, участвующих в управлении акционерным обществом, в праве России и Германии: дис…. канд. юрид. наук. – М., 1999. – 208 с.

Костылев К. Как обществу избежать штрафов при хранении документов? //Акционерный вестник. – 2012. – № 7. – С. 54–60.

Рогалева М.А. Способы защиты прав инвесторов на фондовой бирже // Право и экономика. – 2010. – № 5.

Самощенко И. С., Фарукшин М.Х. Ответственность по советскому законодательству. – М.: Юридическая литература, 1971. – 240 с.

Уважаемый читатель!

Книга, которую вы держите в руках, отредактирована, откорректирована, сверстана, проверена и напечатана в издательстве АНО «Стартап». Мы постарались сделать эту книгу как можно лучше. Почему это надо было указать отдельно?

Дело в том, что книжный рынок переживает не лучшие годы. Книги с каждым годом продаются все хуже. Диссертаций при этом защищается все больше, а следовательно, количество юридических текстов сильно превышает количество желающих издать эти тексты. Юридические книги зачастую издаются в дешевых издательствах на деньги авторов. Такой демпинг пагубно сказывается как на рынке в целом, так и на качестве новых книг.

Возможно, для вас это будет новостью, но большинство юридических книг, которые выходят в России, не вычитываются, не корректируются, верстаются автоматически, без участия человека и с единственной целью – вместить как можно больше текста на страницу. Книги по юриспруденции издаются в мягком переплете, набираются дешевым слепым шрифтом и издаются на сероватой бумаге. Сравните с иностранной книгой: напечатанной на мелованной бумаге, выверенной и вычитанной, с красивым дизайном обложки.

Мы же стараемся делать книги достойно, на уровне иностранной литературы. Мы редактируем наши книги. Мы корректируем и удаляем ошибки стилистики. Мы вручную расставляем переносы и пробелы. Мы сами разрабатываем оригинальные обложки. Мы крайне придирчивы к качеству

печати.

Продукт нашей работы вы держите в руках. Вы сами вольны оценить, отличается ли наша книга от других или нет. Мы просто обещаем вам и дальше прикладывать все усилия, чтобы делать наши книги еще лучше. Если вы напишете книгу и доверите нам ее издать, мы гарантируем, что результат вас не разочарует.

Ждем ваших замечаний, предложений и комментариев по тексту этой и других книг, а также книгоиздательской деятельности АНО «Стартап». Присылайте: books@biz-startup.ru.

Искренне ваши,
СТАРТАП

notes

Примечания

1

Нормативные акты цитируются по СПС КонсультантПлюс. Все ссылки на нормативные акты даны по состоянию на февраль 2013 года.

2

Из числа созданных на базе *государственного имущества.*

3

Huebner S. S. Scope and Functions of the Stock Market // *Annals of the American Academy of Political and Social Science.* Vol. 35. No. 3.1910. P. 483.

Сизов Ю. С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт [Электронный ресурс]. М.: Планета, 1999. С. 9. Электрон, версия печат. публ. URL: http://www.mirkin.ru./ docs/book 035.pdf

5

Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. М., 2010. С. 34.

6

Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. М., 2007. С. 16–17. Не следует думать, что денежный рынок представляет собой исключительно рынок банковских кредитов, а рынок капиталов – ценных бумаг. В частности, зарубежные исследователи свидетельствуют о неверности такого утверждения (см., напр., Burton M., Nesiba R., Brown B. An Introduction to Financial Markets and Institutions. N.Y., 2010. P.46). В США выпускаются такие правительственные ценные бумаги, как казначейские векселя (treasury bills), срок обращения которых не превышает года. Корпорации имеют возможность выпускать т. н. коммерческие бумаги (commercial papers) с коротким сроком обращения.

7

Под самофинансированием в современной науке понимается процесс использования хозяйствующим субъектом следующих внутренних источников финансирования: амортизационных отчислений и нераспределенной прибыли (Подробнее см.: Ковалев В. В. Финансовый менеджмент. М., 2011. С. 764–765).

8

Рынок ценных бумаг: учебник/А. Б. Басс [и др.], под ред. Е. Ф. Жукова. М., 2010. С. 2.

Подробнее см. во 2-й главе.

10

Подробнее см.: Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России/сост. по лекциям проф. А. Г. Гусакова. СПб, 1905. С. 179.

Стоит отметить также, что известный европейский экономист начала XX века Рудольф Гильфердинг под фондами понимал ценные бумаги в самом широком смысле (Гильфердинг Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. М., 1912. С. 178).

11

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М.: Статут, 2011. С. 15; ХоменкоЕ.Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебно-практическое пособие. М.: Юрист, 2008. С. 8.; Мир кин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1995. С. 100.

12

Указ Президента РФ от 9 марта 2004 года № 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти».

13

См., например, п. 1 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утв. Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 года № 317.

14

Пункт 1 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утв. Постановлением Правительства РФ от 29 августа 2011 года № 717.

15

См. ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг, 2 абз. 1-го раздела: Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утв. Распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 года № 2043-р.

Что интересно, данное обстоятельство отмечалось и учеными, исследовавшими рынок ценных бумаг в начале XX века (см. Huebner S. S. Scope and Functions of the Stock Market. P. 493.), и нашими современниками (см. Лялин В. А. Рынок ценных бумаг: учебник. М., 2011. С. 12).

17

Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. С. 10.

Например, Директива Европейского Парламента и Совета Европейского Союза 2003/6/ЕС от 28 января 2003 года «Об инсайдерской торговле и манипулировании рынком (рыночных махинациях)» (DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003) on insider dealing and market manipulation (market abuse).

19

Гильфердинг Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. 7-е изд. 2011. С. 480.

Цит. по: Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг. М.: ИНФРА-М, 2011. С. 20–29.

21

Суханов Е. А. Вступительная статья // к книге Белова В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве/Под ред. проф. Е. А. Суханова. М., 1996. С. 3.

Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. С. 11.

23

Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. СПб., 2005. С. 72.

24

Не все ценные бумаги подлежат специальному учету.

25

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. С. 16–19.

Здесь имеется в виду повышение возможности у различных участников рынка привлечь дополнительные средства для развития предприятия на фондовом рынке.

27

На основании данных фондового рынка можно сделать вывод об общем состоянии национальной и мировой экономики. В качестве таких показателей (индикаторов) выступают различные фондовые индексы (например, в России индексы ММВБ, в США – Dow Jones и т. д.).

К сожалению, зачастую правительства разных стран злоупотребляют своим правом на выпуск долговых ценных бумаг, пытаясь заменить средствами, вырученными от эмиссии ценных бумаг, иные бюджетные поступления. Обычно это заканчивается весьма плачевно, вспомним, хотя бы объявление в России дефолта (отказ исполнения обязательств) по государственным краткосрочным бескупонным облигациям и облигациям федеральных займов (ГКО/ОФЗ).

Хотя из указанного правила бывают и исключения, в частности, когда по требованию акционеров само акционерное общество обязано осуществлять выкуп у них акций (ст. 75 ФЗ «Об акционерных обществах»)

Аскер-заде Н. Игра на поражение/Н. Аскер-заде, М. Черкасова, А. Шарипова//Коммерсантъ. № 173/11 (3749). М., 2007. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.kommersant.ru./doc/807684.

31

Федеральный закон от 25 ноября 2009 года № 281-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации». В частности, в ст. 2 Закона «О рынке ценных бумаг» появилось определение производных финансовых инструментов.

32

Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. С. 21.

Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002. С. 113.

34

См. например: Michie R. C. The London Stock Exchange. A History. Oxford. 2001.

35

Высочайше утвержденное положение Комитета Министров от 27 июня 1900 года «Об образовании на Санкт-Петербургской бирже фондового отдела» (ПСЗ-3. Т. 20. Ч. 1.№ 18946. С. 860).

Кузнецов Б. Т. Рынок ценных бумаг. М., 2011. С. 12.

Burton M., Nesiba R. F., Brown B. An Introduction to Financial Markets and Institutions. P. 308.

Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments/ed. by Frank J. Fabozzi. New Jersey, 2008. P. 130.

Аскер-заде Н. Нефондовая биржа//Ведомости. № 245 (2763). 2010.

Ремнев А. Организованный внебиржевой рынок ценных бумаг//Рынок ценных бумаг. № 5. 2001. С. 21.

41

Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 119.

Подробнее см.: Mendelson Feld B. Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist. New Jersey, 2011; Pepitone J. SecondMarket trading doubles in private company stock. URL: http://money.cnn.com; Lattman P. Stock Trading in Private Companies Draws S. E.C. Scrutiny. URL: http://dealhook.nytimes.com.

43

Подробнее о SecondMarket и SharesPost см.: Pollman E. Information issues on Wall Street2.0 University of Pennsylvania Law Review. Vol. 161.No. 179.2012.P. 195–196.

По видам сделок, по инвесторам, по срокам, по отраслевому признаку, по видам применяемых технологий, в зависимости от размера и известности компании, по принципу возвратности денежных средств инвестору и т. д. (Подробнее см.: Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 108–135; Рынок ценных бумаг: учебник/под общ. ред. Н. И. Берзона. С. 22–25).

Некоторые авторы еще выделяют т. н. «китайскую модель». Например, С. С. Семенов в качестве особенности этой модели выделяет сочетание национальной биржи – Шанхайской и международной Гонконгской (Семенов С. С. Перспективы развития российского фондового рынка. М., 2005. С. 28–29).

Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг. СПб, 2006. С. 11.

Таблица составлена на основе следующих источников: Лялин В. А. Рынок ценных бумаг: учебник. С. 13–15; HazenT. L. Securities regulation in a nutshell. 2009. P. 7; Молотников А.Е. Проблемы взаимодействия и правового регулирования контролирующих, крупных и миноритарных акционеров в России// Предпринимательское право, 2009. № 1. СПС «КонсультантПлюс». URL: http://www.consultant.ru./law/ review/other/xm2009-04–15.html.

Например, корпоративный контроль над крупнейшей биржей в России ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» принадлежит Банку России совместно с компаниями, акции которых принадлежат Российской Федерации (например, ОАО «Сбербанк России», Госкорпорация Внешэкономбанк, Банк ВТВ (ОАО) и т. д). Подробнее см.: Состав акционеров ОАО Московская Биржа, которые имеют 5 и более процентов голосов в высшем органе управления ОАО Московская Биржа по состоянию на 27 февраля 2013 года (http://fs.rts.micex.ru./files/299).

49

В связи с произошедшим в 2007–2008 годах финансовым кризисом стала широко обсуждаться мысль о необходимости вернуться к закону Гласса-Стигола, т. к. многократно увеличившиеся активы банков представляют угрозу национальной экономике в случае возникновения у банков финансовых затруднений (см. например, статью руководителя Федерального Резервного Банка Канзас-Сити Томаса Хонига: Hoenig T. Too Big to Succeed [Electronic resource] //The New York Times. 2010. URL: http://www.nytimes.com/2010/12/02/opinion/02hoenig.html.

Цит. по: The American Presidency Project [Electronic resource]/ Gerhard Peters. 1999–2013. URL: www.presidency.ucsb.edu.

51

Под секьюритизацией в самом простом смысле понимается выпуск ценных бумаг, обеспеченных определенным активом, преимущественно финансовыми инструментами, приносящими регулярный доход (например, закладными и т. п.).

Wallenstein S. The roots of the financial crisis //Capital Markets. Law Journal. 2009. Vol. 4. No. Sl.P. 15–16.

Подробнее см. соответствующие главы настоящей работы.

Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. Cambridge, 1998. P. 32–37.

55

См., например, издание Defoe D. An Essay upon Projects Icon Classics. 2008.

Banner S. Anglo-American securities regulation. P. 29.

Например, Гуреев В. А. отмечает интересную особенность российского дореволюционного законодательства. По его мнению, оно не было ориентировано на защиту отдельно взятого акционера. Главным же средством борьбы с массовыми нарушениями было закрытие таких компаний. (Гуреев В. А. Проблемы защиты прав и интересов акционеров в Российской Федерации. М. 2007. С. 19).

Подробнее см.: Loss L., Seligman 1. Fundamentals of securities regulation. Aspen publishers, 2003. P. 729–731. Авторы исследовали рынок США, однако их доводы можно считать справедливыми и для других развитых стран.

59

Как было сказано в 1980 году в Докладе Комитета Вильсона (Wilson Committee report) об институциональных инвесторах, владеющих акциями: «их возрастающее доминирование на «…> рынке капиталов стало одним из наиболее важных явлений в финансовой системе» (цит. по Cheffins Brian R. Corporate ownership and control. Oxford University Press. 2008. P. 344).

Подробнее см.: Интервью с Павлом Теплухиным: Фондовый рынок стал удивительно плановым хозяйством//Коммерсантъ. № 241 (5026). 2012. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.kommersant.ru./doc/2092208.

61

Значительное снижение индексов рынков ценных бумаг во всех развитых странах мира, сопряженное с кризисом в смежных отраслях экономики (например, на рынке недвижимости).

Pitt Harvey L. Bringing financial services regulation into the twenty-first century//Yale Journal on Regulation. Vol. 25. No. 2. 2008. P. 321–322. Немаловажная деталь: автор столь резкого высказывания в адрес государственного регулирования в 2001–2003 годах как раз и возглавлял Комиссию по ценным бумагам и биржам США.

63

Цит. по: Romano R. Regulating in the Dark//Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation/ed. by C. Coglianese. 2012. URL: http://ssrn.com/ abstract = 1974148.

См. официальный сайт: The Financial Crisis Inquiry Commission. URL: http://www.fcic.gov/report.

Как в свое время замечал Н. И. Нерсесов, центральным понятием торгового права является доверие. (Торговое право: конспективный курс лекций по торговому и вексельному праву: Посмертное издание/Нерсесов Н. И., проф. Моек, ун-та; испр. и доп. А. Г. Гусаков. М. 1896. С. 13.). К сожалению, кризис выявил, что поведение многих участников рынка нарушает не только юридические, но и моральные нормы, приведя к возникновению т. н. кризиса доверия на рынке, что еще больше усугубило кризисные явления, оказывая воздействие на систему государственного регулирования рынком (подробнее о кризисе доверия в отношении системы государственного регулирования финансовым рынком в США см. Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation/ed. by C. Coglianese. University of Pennsylvania Press. 2012).

В качестве деривативов (производных финансовых инструментов) выступают договоры, у стороны которых, в зависимости от случайных обстоятельств (изменение цен на ценные бумаги или товары, величины процентных ставок и т. п.), могут возникнуть обязанности по уплате определенных денежных сумм, совершение иных сделок. По словам авторов Отчета, в США ситуация усугубилась в 2000 году, когда было отменено регулирование внебиржевого рынка деривативов как на федеральном, так и на региональном уровнях.

Достаточно сказать, что из общего количества ипотечных ценных бумаг, которым агентством Moody's в 2006 году присвоило наивысшую оценку AAA, впоследствии порядка 83 % испытали снижение этого рейтинга.

Например, промышленный индекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average) в октябре 2007 года практически достиг 14 000 пунктов, а уже в марте 2009 года снизился до более чем в 500 пунктов! (по данным http://www.djaverages.com). Отрицательная динамика наблюдалась и на российских рынках: в 2008 году Индекс ММВВ превысил значение 1800 пунктов, а во втором квартале 2009 года – упал до 400 пунктов! (URL: http://www.micex.ru./articles/file/4107/MICEX%20Index%20 brochure %20(rus)%20JULY%202009.pdf).

The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. URL: http://www.sec. gov/about/laws/wallstreetreform– cpa.pdf.

Подробнее о его содержании см.: Verstein A. and Roberta R. Assessing Dodd-Frank [Electronic resource]/Yale Law School Center. 2011. URL: http://ssrn.com/ abstract = 1884290.

Подробнее о реформе регулирования финансовых рынков в США, см., например, официальный сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США. URL: http://www.sec.gov.

Arner Douglas W. Adaptation and resilience in global financial regulation North Carolina Law Review. Vol. 89. R 101.2011 * *P112-113. URL:* http://ssrn.com/abstractM814964.

Подробнее см.: Kost de Sevres N., Sasso L. The New European Financial Markets Legal Framework: A real improvement [Electronic resource]. 2011. URL: http://ssrn.com/ abstract=1855636.

Подробнее см. на сайте бюро: http://www.consumerfinance.gov.

Данное управление будет структурной частью Банка Англии.

Подробнее см. официальную брошюру: Journey to the FCA. 2012. URL: http://www. fsa.gov.uk/static/pubs/other/journey-to-the-fca-standard.pdf.

77

Указ Президента РФ от 4 марта 2011 года № 270 (в ред. Указа Президента РФ от 21 мая 2012 года № 636) «О мерах по совершенствованию государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации».

См., например: Руденко П., Кузнецов И., Яковлева М. Мегарегулировщик. Финансовый рынок выбирает единоначалие // Коммерсантъ. № 246 (5031). 2012.

Характерен пример английской Компании Южных морей (South Sea Company) и французской Компании Миссисипи (la compagnie du Mississippi), в акции которых в начале XVIII века были трансформированы суммы государственного долга соответственно Англии и Франции. Подробнее об этом см. ниже.

Взять хотя бы свободное обращение акций. Участники первых акционерных компаний не имели права отчуждать их третьим лицам. Первой компанией, в уставе которой был закреплен этот принцип, является the Company of the Royal Adventurers into Africa, созданная в 1663 году (Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. Cambridge, 1998. P. 24).

81

Существуют различные версии о происхождении векселей. Имеются сведения об их использовании еще в VII веке н. э. (см. Нерсесов Н. О. Торговое право. М. 1896. С. 204).

Например, в 1262 году Венеция в целях финансирования военных операций обязала своих наиболее состоятельных граждан приобрести процентные долговые обязательства города – т. н. prestiti. Несмотря на то, что владельцы prestiti не получали никаких сертификатов, тем не менее, их требования фиксировались. Кроме того, правообладатели могли произвести уступку своего требования третьим лицам (подробнее см.: Homer S., Sylla R. A history of interest rates. New Jersey: Wiley, 2005. P. 93–94).

83

Кулишер И. М. История биржи//Банковая энциклопедия: в 2 т. Т. 2: Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржи и война/под общ. ред. проф. Л. Н. Яснопольского. Киев: Изд-во Банк, энцикл., 1917. С. 41.

84

Вот что писал в 1494 году Fra Luca Pacioli (итальянский математик, францисканский монах и один из основоположников бухгалтерского учета): «Если ты меня спросишь, как можно узнать вексельный курс, то я отвечу, что в Венеции надо отправиться на Rialto, во Флоренции же на Mercato nuovo [Новая площадь], где обсуждается цена векселей» (цит. по: Кулишер И. М. История биржи//Банковая энциклопедия. Т. 2. С. 41).

Michie R. C. The global securities market: A history. Oxford University Press, 2007. P. 20, 21.

86

В указанный период этот город входил в состав Нидерландов. В настоящее время он относится к Бельгии.

Кулишер И. М. История биржи // Банковая энциклопедия. Т. 2. С. 46.

Michie R. C. The global securities market: a history. P. 22.

Например, дефолт Испании и Франции в 1550-е годы привел к возникновению одного из первых кризисов на европейских финансовых рынках, что повлекло за собой банкротство многих крупнейших торговых домов, игравших на антверпенской бирже (см.: Кулишер И. М. История биржи. С. 47).

См. например: KelemenR.D. Eurolegalism: The Transformation of Law and Regulation in the European Union. Harvard University Press, 2011. P. 93; Dariusz W. The Global Stock Market: Issuers, Investors, and Intermediaries in an Uneven World. N.Y., 2011. P.2.

Например, Английская Ост-Индская компания (EIC), созданная в 1600 году. Подробнее см.: Корпоративное право: учебник/отв. ред. И. С. Шиткина. М., 2011. С. 113–114.

Jan De Vries, A. M. van der Woude The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815. Cambridge university press, 1997. P. 385.

93

Не путать с иными Ост-Индскими компаниями: Голландской (VOC) – 1602, Датской – 1616, Португальской – 1628, Французской – 1664 и др.

Harris R. The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution [Electronic resource]. 2006. URL: http://ssrn.com/abstract=874406.

Кулишер И. М. История биржи//Банковая энциклопедия: в 2 т. Т. 2. С. 54.

Petram L. O. The world's first stock exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602–1700. 2011. URL: http://dare.uva.nl/document/201694. P. 98.

Ibid. P. 94.

Эту работу принято считать первым комплексным научным трудом о фондовых биржах. На русском языке книга не была опубликована. В сети Интернет имеются переводы на русский язык некоторых частей этого труда: Вега, Ж. де ла Путаница путаниц/пер. Ю. Бондарева. 1999. URL: http://tarranova.lib.ru./ authors/b/bondarev/ part2.txt. Предисловие//Там же. URL: http:// tarranova.lib.ru./authors/b/bondarev/ part2pre.txt.

99

На основании предисловия Германа Келенбенца (Hermann Kellenbenz) 1957 года к переводу книги Жозефа де ла Вега «Путаница путаниц». (URL: http://tarranova. lib.ru./authors/b/bondarev/part2pre.txt).

Названия сделок даны исходя из современной терминологии.

Например, во время финансового кризиса в России осенью 2008 года Федеральная служба по финансовым рынкам выпустила предписание о приостановлении заключения маржинальных и необеспеченных сделок. (Об отмене предписания ФСФР России от 17 сентября 2008 года и новом предписании ФСФР России о приостановлении профессиональным участникам рынка ценных бумаг части операций//Официальный сайт ФСФР. Загл. с экрана. URL: http://old.ffms.ru./document. asp?ob no = 144286).

102

Подробнее см: Poitras G. Risk management, speculation, and derivative securities. Academic Press, 2002. P.28; Sarna D.E.Y. History of Greed: Financial Fraud from Tulip Mania to Bernie Madoff. Wiley, 2010. 398 p.

103

Garber P.M. Famous first bubbles: the fundamentals of early manias. The MIT Press: 2001. P. 34. О моральных и религиозных аспектах коротких продаж см.: Marchi N. de, Harrison P. Trading in the wind and with guile: the troublesome matter of the short selling of shares in seventeenth century Holland/Higgling: transactors and their markets in the history of economics. University press, 1994. P. 47–65.

Подробнее см.: Stringham E. The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam// Quarterly Review of Economics and Finance. Vol. 43. No. 2. 2003. P. 328.

Poitras G. Risk management, speculation, and derivative securities. Academic Press, 2002. P. 28.

Келенбенц Г. Предисловие // Вега, Ж. де ла. Путаница путаниц [Электронный ресурс]/пер. Ю. Бондарева. 1999. URL: http://tarranova.lib.ru./authors/b/bondarev/ part2pre.txt.

107

Подробнее об этом, а также о возможных причинах несоблюдения законодательства о запрете сделок на рынке ценных бумаг см.: StringhamE. Tire extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam // Quarterly Review of Economics and Finance. Vol. 43. No. 2. 2003. P. 329.

Petram L. O. The world's first stock exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602–1700. 2011. P. 91–92. URL: http://dare.uva.nl/document/201694.

109

Например, дело Van Balck vs. Rotgans (1622). По результатам его рассмотрения была установлена невозможность истребования акций у их владельца, если они учтены на его счете в регистрационной книге компании (См.: Petram L. O. The world's first stock exchange. P. 98–99).

Petram L. 0. The world's first stock exchange. P. 110–112.

111

Harris Ron. The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution. 2006. P. 24.

Ibid. P.41.

Lipton P. The Evolution of the Joint Stock Company to 1800: A Study of Institutional Change [Electronic resource]/Monash Univ. Dep. of Business Law & Taxation//Monash Univ. Dep. of Business Law & Taxation Legal Studies Research Paper Ser. No. 19. 2009. C. 15. URL: http://ssrn.com/abstract=1413502.

Michie R. C. The global securities market: a history. P. 28–29.

Banner S. Op. cit. P. 24.

Michie R. C. The London Stock Exchange: A History. Oxford, 1999. P. 16.

Banner S. Op. cit. P. 26.

118

Владельцы ценных бумаг, удостоверявших денежные обязательства государства, обменивали их на акции компании, которая наделялась государством специальным правом на торговлю с определенными территориями.

119

Подробнее см.: Roncal I. D., Abbo J. N. The Big Gamble: Are You Investing Or Speculating? 2009. P. 62–69.

Данное утверждение справедливо и для иных европейских стран в рассматриваемый период.

121

An Act to restrain the number and ill practice of brokers and stock jobbers.

Подробнее см.: Banner S. Op. cit. P. 39–40.

123

Полное название закона: «Ап Act to Restrain the Extravagant and Unwarrantable Practice of Raising Money by Voluntary Subscriptions for Carrying on Projects Dangerous to the Trade and Subjects of this Kingdom» (Закон no ограничению необычной и неоправданной практики сбора денежных средств путем подписки для выполнения проектов опасных для торговли и иных сфер Королевства).

124

В иностранной литературе уже давно всерьез не рассматривается предположение о том, что Закон был принят в ответ на крах рынка ценных бумаг в 1720 году. Ведь принятие акта произошло в июне 1720 года, а снижение котировок произошло в сентябре. Также обсуждается мнение о том, что закон был принят в целях снижения количества спекулятивных сделок на рынке и в связи с лоббистскими усилиями Компании Южных морей, желавшей избавиться от конкурентов, размещавших свои акции и оттягивавших на себя часть инвестиционного капитала (Об этом см.: Banner S. Op. cit. P. 75–77; Lipton P. Op. cit. P. 19–20).

Banner S. Op. cit. P. 76.

DuBois A. B. The English Business Company After the Bubble Act, 1720–1800. London: Octagon Books, 1971. P. 12.

127

An act to prevent the infamous practice of stock-jobbing.

Cm.: Banner S. Op. cit. P. 105.

129

Cobbett W., Hansard T. C. The Parliamentary history of England from the earliest period to the year 1803. Vol. XVII. A. D. 1771–1774. London, 1813. P. 794. Соответственно, быки – участники рынка, играющие на повышение курсовой стоимости ценных бумаг, медведи – на понижение.

130

По словам Рэналда Мичи, действия органов государственной власти во Франции и Австрии, в том числе выражавшиеся в установлении запретов на фондовом рынке, также не имели успеха (Michie R. C. The global securities market: A history. P. 49).

131

Цит. по: Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. СПб., 1879. С. 167.

В частности, в 1801 году создается Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange), в этом же году происходит официальное оформление статуса. В этом же году после долгого периода, вызванного Французской революцией, открывается Парижская биржа (Societe des Bourses Francaises – Paris Bourse,), осуществлявшая торговлю ценными бумагами. С 1817 года ведет свою историю и Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange – NYSE). В 1831 году открывается Мадридская фондовая биржа (Bolsa de Madrid).

Например, Парижская биржа в 1827 году переехала в отдельное специально спроектированное здание.

Например, как в случае с созданием Нью-Йоркской фондовой биржи, учрежденной на основе соглашения крупнейших участников рынка.

135

Силин Н. Д. Что такое биржа? // Банковая энциклопедия. 1917.

Michie R. C. The global securities market: A history. P. 71–73.

137

Dos Passos J. A treatise on the law of stock-brokers and stock-exchanges. 2nd ed. N. Y., 1905. P. 20–21.

Ibid. P. 35–36.

139

Подробнее о сравнительном анализе правового регулирования фондового рынка различных европейских стран конца XIX – начала XX века см., например: Burhop C., Chambers D., Cheffins B. Is Regulation Essential to Stock Market Development? Going Public in London and Berlin, 1900–1913/MPI Collective Goods Preprint. No. 2011/15. URL: http://ssrn.com/abstract=1892784; Gibson G. R. The stock exchanges of London, Paris, and New York: a comparison. N.Y.: G. P. Putnam, 1889.125p.

Stillich Dr. O. Фондовые биржи в Германии // Банковая энциклопедия. С. 125.

Например, как квалифицировать сделку по приобретению ценных бумаг от имени брокера, хотя на самом деле он действует от имени своего клиента.

Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. Cambridge, 1998. P. 246–247.

143

Подробнее см.: Stillich Dr. O. Указ, соч.//Банковая энциклопедия. С. 127–128.

Например, обычаи берлинской фондовой биржи можно было разделить на следующие разделы: общие условия (например, спорные дела и третейский суд), особые условия для сделок за наличный расчет, особые условия для срочных сделок, денежные ссуды, биржевой курс, особые условия для ценных бумаг (внешний вид, состояние и т. п.), особые условия для прочих биржевых ценностей (например, иностранных банкнот).

145

Подробнее см.: Emery H. Crosby Speculation on the stock and produce exchange of the United States. N. Y., Columbia University, 1896. P. 223–226.

146

В настоящем разделе описание особенностей правового регулирования фондовых бирж основано на работе Stillich Dr.O. Указ, соч.//Банковая энциклопедия. С. 125–129.

Например, к 1853 году общая стоимость ценных бумаг, обращающихся на Лондонской фондовой бирже, достигла £ 1,2 миллиарда. Из этой суммы 70 % приходилось на государственные ценные бумаги, а 25 % – на ценные бумаги частных компаний (данные приведены по: Michie R. C. The global securities market: A history. P. 75).

148

См. подробнее: Burhans J. A. The Law of Municipal Bonds. Chicago, 1889. P. 2–6.

Например, Верховный Суд США в своем решении по делу Claiborne Co. (Tenn.) v. Brooks, in U.S. 400 (1884) четко указал, что муниципальные образования вправе осуществлять эмиссию ценных бумаг только в случаях прямо указанных в законодательстве.

Кардашев В. П.Фондовые биржи в России//Банковая энциклопедия. С. 205.

151

Проект Положения об акционерных обществах с объяснительной к нему запиской. СПб., 1872. С. 43–45.

Носит это название с 1863 года.

153

СмирновА. М. Фондовые биржи в Северо-Американских Соединенных Штатах//Банковая энциклопедия. С. 170.

Cheffins B. R. Corporate ownership and control. British business transformed. Oxford University Press, 2010. P. 176.

Cassis Y. Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres 1780–2009. Cambridge University Press, 2010. P. 70.

Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. СПб., 1879. С. 10.

Однако новые технологии привели и к новым способам манипулирования на биржах. Например, администрация Парижской биржи нередко распространяла сведения, которые впоследствии оказывались ложными, так как основывались на телеграммах с подложными подписями. Это делалось в целях понижения или повышения курсовой стоимости определенных ценных бумаг (см.: Гаттенбергер К. К. Законодательство и биржевая спекуляция. Харьков, 1872. С. 105).

Многие финансовые центры оказались на территории враждебных государств, что исключало возможность размещение на их площадках государственных ценных бумаг противника. Инвесторы союзных государств после серии обвалов на фондовых биржах также проявляли осторожность к иностранным ценным бумагам, крупные банки, в основном, обслуживали интересы военной промышленности своего государства.

Например, в США в довоенный период число владельцев ценных бумаг не превышало 200 000, но за счет распространения государственных облигаций Свободы (Liberty bonds) общее количество инвесторов возросло до 20 миллионов! (По данным Willis and Bogen, цит. по: Teweles R. J., Bradley E. S. The Stock Market. John Wiley & Sons, 1998. P. 121.)

160

Кулишер И. М. Военные займы в Германии//Военные займы [Сб. статей]/под общ. ред. М. И. Туган-Барановского. Петроград, 1917. С. 12.

161

Там же. С. 38–39.

162

Согласно работе: ИдельсонВ.Р. Рост государственного долга в Великобрита-нии//Военные займы [Сб. статей].Петроград, 1917. С. 73.

163

Интересно, что первоначально свидетельства разрешалось приобретать лишь тем, чей доход не превышал 300 ф. ст. в год. Это ограничение было отменено 8 июня 1916 года.

Погребинский А. П. Государственные финансы царской России в эпоху империализма. М., 1968. С. 137. Мукосеев В.А Военные займы России // Военные займы [Сб. статей]. Петроград, 1917. С. 155.

MichieR. C. The London Stock Exchange: A History. Oxford University Press, 2000. P. 145–146.

Стоит отметить, что закрытие торгов на Лондонской фондовой бирже привело к развитию внебиржевого организованного рынка, основанного на средствах связи, в частности, телеграфной. Например, число клиентов подобной системы (Exchange Telegraph's challenge system) с момента начала войны до конца 1914 года выросло в три раза – с 29 до 96 (Подробнее см.: MichieR. C. The London Stock Exchange: A History. Oxford University Press, 2000. P. 147).

167

По информации с официального сайта Нью-йоркской фондовой биржи. URL: http://www.ny se. com/pdf s/clo sings.pdf.

Шепелев Л. Е. *Фондовая биржа* в России в период 1-й мировой войны (1914–1917)//Исторические записки. Т. 84. М., 1969. С. 122, 143,147.

Michie R. C. The global securities market: A history. Oxford University Press, 2007. P. 165.

Особенности правового регулирования рынка ценных бумаг в XX веке будут рассмотрены в главе, посвященной современному регулированию фондового рынка.

171

Куракин Р. С. Биржевое право: учебное пособие. Т. 1. М., 2011. С. 81.

172

О специфике торговли ценными бумагами в Лондоне в XVII веке см. главу 2. Первоначально появились торговцы ценными бумагами, и лишь развитие отношений между ними привело к созданию Лондонской фондовой биржи, а не наоборот.

173

Реформы Петра I: Сборник документов/Сост. В. И. Лебедев. М.: Гос. соц. – эк. изд-во, 1937. С. 201.

Полное собрание Законов Российской империи с 1649 года. Первое собрание. Т. 8. 1830. Ст. 5410. С. 147 *(далее ПСЗ)*.

175

ПСЗ-1. Т. 3. № 1708. С. 654.

Цит. по: Павлов-Сильванский Н. Проекты реформ в записках современников Петра Великого. СПб., 1897. С. 42.

177

ПСЗ-1. Т. 7. № 4350. С. 153.

178

Там же. № 4540. С. 332.

179

Подробнее см.: КаминкаА. И. Акционерные компании. Юридическое исследование. Т. 1. СПб., 1902. С. 331–332.

180

Кардашев В. П. Фондовые биржи в России //Банковая энциклопедия. С. 188–189.

181

См. текст рескрипта: Шторх П.0 государственном долге// Гражданин. 1873. № 29. С.800.

182

Голицын Ю. П.Все, что делать могу, есть то, чтоб подтвердить о учинении правосудия… (Екатерина II и финансово-экономические проблемы России) // Рынок ценных бумаг. 2012. № 10. С. 66.

183

Мигулин П. П.Русский государственный кредит (1769–1899): опыт историко-критического обзора. Т. 1. Харьков, 1899. С. 3–5.

См., например: КаминкаА. И. Акционерные компании. Юридическое исследование. Т. 1. СПб., 1902. С. 337; Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах [Электронный ресурс]. М.: Статут, 2008. Электрон, вере, печат. публ. URL: http:// base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

185

Также в неофициальных документах данная компания обозначалась как Темерниковская компания. Темерниковская компания – в связи с Темерниковским портом, через который осуществлялись торговые операции с Турцией (См. например: ЮхтА.И. Торговые компании в России в середине XVIII в.// Исторические записки/ гл. ред. А. М. Самсонов. М., 1984. С 239).

186

ПСЗ-1. Т. 14. № 10694. С. 726. Следует отметить, что чиновники довольно долго пытались подвигнуть российских купцов на создание компании для торговли с Турцией. В рассматриваемом Указе содержится ссылка на два Указа 1753 и 1755 годов, которые были направлены на поиски учредителей данной компании.

187

Пункт 3 Указа рекомендует для сохранности имущества компании привлекать к покупке акций донских казаков и простых обывателей. При этом в п. 4 отмечается, что иностранные подданные приобретать акции компании не имеют права.

188

Выписка из Именного указа, данного Государственному Казначею «О внутренних в Государстве займах» была опубликована 25 августа 1809 года: ПСЗ-1. Т. 30. № 23808а. С. 1110. Многие авторы датируют сам указ 25 марта 1809 года (см., например: Рынок ценных бумаг: учебник/под ред. Е. Ф. Жукова. М., 2009. С. 351).

189

Если к началу XIX века в России действовало всего лишь несколько акционерных компаний, а с 1799 по 1806 годы было учреждено 3, то в дальнейшем наблюдается рост числа корпораций: с 1807 по 1829 годы создано 19 акционерных компаний, с 1830 по 1836 годы – 30 (Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России XIX – начала XX века. СПб, 2006. С. 30).

Кардашев В. П.Фондовые биржи в России//Банковая энциклопедия. С. 189.

191

ПСЗ-2.Т. 6.4. 1. № 42555. С. 18.

ПСЗ-2. Т. 7. № 5648. С. 676.

193

ПСЗ-2. Т. 11. № 9763. С. 257.

Согласно Положению о биржевых маклерах.

195

Каждый маклер имел право на получение определенного вознаграждения – куртаж.

196

В конце XVIII – начале XIX века положение маклеров регулировалось инструкцией 1797 года. На основании ее анализа можно сделать вывод о серьезных требованиях, предъявляемых к претендентам на должность маклера: высокие моральные качества, подтверждаемые купцами, выдвигавшими определенную кандидатуру; прохождение экзамена на знание особенностей биржевой торговли, проводимого особой комиссией.

197

Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России/сост. по лекциям проф. А. Г. Гусакова. СПб., 1905. С. 150, 155.

198

Пункт 20,40 Положения о биржевых маклерах.

199

Информация, содержащаяся в этих записках, должна была вноситься в маклерскую книгу, имеющуюся у каждого маклера. В случае игнорирования маклером обязанности по учету записок в книге это не вело к незаконности записки и недействительности сделки (п. 23 Положения о биржевых маклерах).

Глава V Положения о биржевых маклерах.

201

Первоначально на Санкт-Петербургской, а впоследствии Московской и Одесской биржах.

Глава IX Положения о биржевых маклерах.

203

Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России. С. 191.

Подробнее см.: Лизунов П. В. Биржи в России и экономическая политика правительства (XVIII – начало XX века). Архангельск, 2003. С. 129–130.

205

Маклерские записки не выступали в качестве ценных бумаг. Их передача третьим лицам не вели к каким-либо юридическим последствиям.

Кардашев В. П.Указ. соч. // Банковая энциклопедия. С. 191.

207

Там же.

Гусаков А. Г. История и кодификация торгового права в России. С. 180.

209

Описание деятельности биржи основано на Уставе Санкт-Петербургской биржи.

Как отмечает П. В. Лизунов, это было довольно прогрессивное положение. Однако в зарубежном законодательстве аналогичного периода также были подобные ограничения (запрещался вход женщинам, несостоятельным должникам, уголовным преступникам). Подробнее см.: Лизунов П. В. Биржи в России и экономическая политика правительства (XVIII – начало XX века). Архангельск, 2003. С. 131.

211

Подробнее об особенностях возникновения и развития биржевого ажиотажа см.: Конеев М. Из истории рынка ценных бумаг России//Рынок ценных бумаг. 2008. № 13. С. 23.

212

Неформальное объединение наиболее крупных участников биржевых торгов в конце 1860-х годов, заранее договаривавшихся о совместных действиях по осуществлению спекулятивных сделок на Санкт-Петербургской бирже. Собирались в отеле Демут (подробнее см.: Кондратьев Д. «Опасная обуза» для рынка. Махинации на бирже в царской России // Ценные бумаги. № 2. 2006. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://gaap.ru./articles/S 1177)

213

Подробнее см.: Лизунов П. В. Указ. соч. С. 135, 143.

Гаттенбергер К. К. Законодательство и биржевая спекуляция. Харьков, 1872. С. 106.

215

Подробнее о колебаниях курсов см.: Гейлер И. К. Сборник сведений о процентных бумагах (фондах, акциях и облигациях) России. СПб., 1871. С.XLVIII–L.

ПСЗ-2. Т. 50. № 55295. С. 369.

217

Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже (ее причины и последствия). СПб., 1897. С. 1–2.

Подробнее о работе комиссии см.: Зиноватный П. С. Биржевое право Российской Империи//Винер Ф. А. Биржа. М.: Волтере Клувер, 2010. С. 303–313.

219

Министерство финансов. Журналы заседаний высочайше учрежденной комиссии по пересмотру действующих законоположений о биржах и акционерных компаний. СПб., 1896. С. 6.

Кардашев В. П.Указ. соч. // Банковая энциклопедия. С. 205.

221

Подробнее см. гл. 2.

Шепелев Л. Е. Фондовая биржа в России в период 1-й мировой войны (1914–1917) //Исторические записки. Т. 84.М., 1969. С. 122–123.

Жолобова Г. А. Правовое регулирование биржевой деятельности в Российской империи на рубеже XIX–XX вв.// Правоведение. 2003. № 1. URL: http://www.law. edu.ru./article/ article.asp?articleID = 189934.

Гусаков А. Г. Указ. соч. С. 175.

225

ПСЗ-3. Т. 20. № 18946. С. 860. Важная деталь: создание Фондового отдела интересно и с точки зрения вопроса установления нормативного регулирования. Дело в том, что, как отмечает В.П.Кардашев, данное нововведение оформлялось не законом, а подзаконным актом, Положением Комитета Министров (с позиции современников этого процесса, изменения осуществлялись не в законодательном, а в административном порядке), причем особо оговаривалось, что создание фондового отдела является временной мерой (Кардашев В. П.Указ. соч. С. 207).

Кардашев В. П.Указ. соч.//Банковая энциклопедия. С. 205.

227

Лексис В. Торговля. Т. 2. Фондовая биржа и внутренняя торговая политика. Рига, 1914. С. 4.

Лизунов П. В. Указ. соч. С. 246.

Голицын Ю. П.Фондовый рынок дореволюционной России: очерки истории. М., 2003. С. 48.

230

Мигулин П. П.Русский государственный кредит (1769–1899): опыт историко-критического обзора. Т. 1. Харьков, 1899. С. 258, 259. Кстати, П.П.Мигулин приводит следующий пример исполнения государством принятых на себя обязательств при эмиссии акций: при несостоятельности созданного в 1838 году общества для сооружения дороги от Варшавы до границы Правительство возвратило акционерам внесенный ими капитал с начислением на него 4-х % годовых.

231

Подробнее см.: Мигулин П. П.Указ. соч. С. 115–117.

Голицын Ю. П.Указ. соч. С. 53; также см. справочник: Облигационные займы русских городов. СПб., 1912.

233

Колоножников Г. М. Облигации торгово-промышленных Акционерных Товариществ. Ч. 1. Условия выпуска облигаций. Томск, 1912. С. 18.

234

Оль П. В. Иностранные капиталы в народном хозяйстве довоенной России/Материалы для изучения естественных производительных сил СССР, издаваемые комиссией при Всесоюзной Академии Наук. № S3.1924. С. 24.

Michie R. C. The global securities market: A history. N. Y., 2006. P. 141.

236

Устав Таможенный (Свод законов Российской империи. Т. XI. Ч. II).

237

Статья 703 (в т. ч. Примечание) Устава Таможенного (Свод законов Российской империи. Т. VI).

238

Таблица составлена Dr. O. Stillich на основании данных Ежеквартального журнала статистики Германской империи, 1913. (Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, 1913) (cm. Stillich Dr. O. Фондовые биржи в Германии//Банковая энциклопедия. С. 141).

239

Голицын Ю. П.Указ. соч. С. 90.

Лизунов П. В. Петербургская фондовая биржа и коммерческие банки в России, 1864–1914 гг.//Экономическая история: обозрение. Вып. 15. М.: Изд-во МГУ, 2008. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.hist.msu.ru./Banks/papers/lizu-nov3.htm.

241

Погребинский А. И. Государственно-монополистический капитализм в России: очерк истории. М., 1959. С. 74.

Следует отметить, что помощь банков была эффективна лишь в случае не очень серьезного обвала цен, вызванного, например, спекуляциями на определенных событиях. В иных случаях, как например, после вхождения России в Первую мировую войну помощь Банковского «Красного креста» не могла остановить падение курсовой стоимости ценных бумаг на бирже (см. например: Мукосеев В. А. Война и фондовые биржи//Банковая энциклопедия: История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржи и война. Биржа. Т. 2/под общ. ред. Л. Н. Ясно польского. Киев, 1917. С. 391).

243

Шепелев Л. Е. Фондовая биржа в России в период 1-й мировой войны (1914–1917)//Исторические записки. Т. 84. М., 1969. С. 122–123.

Венедиктов А. В. Смешанные акционерные компании// Экономическое Возрождение. 1922. № 1. С. 30–33.

245

Собрание узаконений и распоряжения Правительства, издаваемое при правительствующем Сенате 28 марта 1917 года. № 69. Отд. 1. С. 587–588.

Например, было отменено примечание 3 к ст. 262 Положения об управлении Туркестанского края, согласно которому серьезно ограничивалась возможность приобретения недвижимого имущества в данной части Российской империи акционерными компаниями, акционеры которых не исповедывали христианскую религию и т. п. Также ограничения снимались и в Постановлении Временного Правительства от 20 марта 1917 года № 400 «Об отмене вероисповедных и национальных ограничений». В подп. 4п. 1 указанного Постановления напрямую снимались ограничения не только на участие, но и на управление и на занятие иных должностей в акционерных и иных торгово-промышленных обществах и товариществах для Российских граждан в зависимости от национальности, вероисповедания или вероучения.

Собрание Узаконений и Распоряжений Рабоче-Крестьянского Правительства. № 13. Ст. 185.

248

Газета Временного Рабоче-Крестьянского Правительства. 28.01.1918. № 20; Собрание Узаконений и Распоряжений Рабоче-Крестьянского Правительства. № 27. Ст. 353.

249

Собрание Узаконений и Распоряжений Рабоче-Крестьянского Правительства. № 29. Ст. 386.

Собрание Узаконений и Распоряжений Рабоче-Крестьянского Правительства. № 79. Ст. 834.

Однако в Постановлении СНК от 26 октября 1918 года отказались от идеи обмена на новые ценные бумаги, очевидно в связи со сложностями, связанными с эмиссией этих ценных бумаг. Было принято решение о выплате компенсации всем гражданам-владельцам аннулированных государственных и гарантированных правительством процентных бумаг. Выплачиваемая сумма устанавливалась согласно расценкам, указанным в приложении к этому нормативному акту.

Впоследствии п. 9 Постановления СНК от 26 октября 1918 года отменил данное положение. Несложно заметить, что отмененная норма предоставляла создаваемым комиссиям чересчур широкие полномочия при отсутствии объективных критериев отнесения граждан к малоимущим, а также возможности оспорить данное решение.

253

Подробнее об этом см.: Голицын Ю. П.Декрет 21 января 1918 года (об аннулировании государственных займов) и его социально-экономические последствия // Биржевое обозрение. М.: ИД «РЦБ», 2010. № 12(84). С. 14–16.

Там же. С. 14.

255

«Декрет о регистрации акций, облигаций и прочих процентных бумаг», принятый СНК 18 апреля 1918 года. Подробнее см.: Декреты Советской власти [сборник]. Т. 2. М.: Госполитиздат, 1959. С. 130–138.

256

См., например: «Декрет о национализации промышленности», принятый СНК 28 июня 1918 года. Подробнее см.: Декреты Советской власти. С. 498–503.

Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее. М., 2011. С. 241–242.

258

Постановление ВЦИК от 20 мая 1922 года «О хлебном займе»// Собрание Узаконений и Распоряжений Рабочего и Крестьянского Правительства. 1922. № 36. Ст. 430.

259

Декрет ЦИК и СНК от 15 ноября 1923 года «О выпуске Государственного краткосрочного сахарного займа»//Собрание Узаконений и Распоряжений Рабочего и Крестьянского Правительства. 1924. № 12. Ст. 107.

Также облигация принималась в счет уплаты единого сельскохозяйственного налога, производимого в натуре соответствующим продуктом.

Например, А. В. Потемкин приводит пример выпущенного в октябре 1922 года т. н. «золотого займа». Это была первая попытка долгосрочного займа в годы советской власти. Очевидно, что в условиях нестабильности и неопределенности дальнейшего развития государства данная особенность выпуска привела к проблемам с размещением государственных ценных бумаг выпуска. Сначала принудительный принцип применялся лишь в отношении предприятий, но в дальнейшем он распространилось и на граждан (Потемкин А. П. Становление и развитие рынка ценных бумаг России: автореф. дис…. канд. экон. наук. М., 1999. С. 41).

Например, как отмечает Т. Б. Бердникова, государственные облигации распространялись среди т. н. имущих слоев населения либо выдавались в счет заработной платы рабочим и служащим. Подробнее см.: Бердникова Т. Б. Указ. соч. С. 242. Ильф И., Петров Е. Двенадцать стульев. М., 2000. С. 157.

263

Ильф И., Петров Е. Двенадцать стульев. М., 2000. С. 157.

Залевский В. Г. Конверсии государственных долговых обязательств//Законодательство. М: [б. и.], 2001. № 1. С. 63–67.

Потемкин А. П.Указ. соч. С. 49.

266

Постановление ЦИК и СНК СССР от 21 февраля 1930 года.

Залевский В. Г. Указ. соч. С. 63–67.

История финансов СССР (1917–1955 годы)/В.П.Дьяченко; отв. ред. К. Н. Плотников. М.: Наука, 1978. С. 45.

Подробнее о создании и функционировании акционерных обществ в рассматриваемый период, их нормативном регулировании см.: Молотников А.Е. История развития российского и зарубежного корпоративного законодательства // Корпоративное право: учебник/отв. ред. И. С. Шиткина. М.: КноРус, 2011. Гл. 2.

Касьяненко В. И. НЭП и акционерное предпринимательство в СССР // Политическая история XX века. 1991. № 5. С. 33.

271

Собрание узаконений и распоряжений Правительства за 1922 год. М., 1950. Ст. 858. С. 1454–1456.

272

Утверждено ЦИК СССР, СНК СССР 2 октября 1925 года // СЗ СССР. 1925. № 69. Ст. 511.

Собрание Постановлений Правительства СССР. 1957. № 5. Ст. 53.

Постановление Совмина СССР от 21 декабря 1989 года № 1119 «О выпуске государственных целевых беспроцентных займов».

275

Постановление Совмина СССР от 29 декабря 1989 года № 1178 «О выпуске и порядке распространения государственных казначейских обязательств СССР».

В случае с государственными казначейскими обязательствами это условие было сформулировано более категорично: «государственные казначейские обязательства СССР реализуются Сберегательным банком СССР среди населения на **строго добровольной основе** (выделено мной – авт.) с учетом конъюнктуры спроса и рынка» (п. 2 Постановления Совмина СССР от 29 декабря 1989 года № 1178).

Зенкин С. Акционерные общества – хорошо забытое старое// Социалистический труд. 1990. № 6.

Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. М., 1992. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.m-alekseev.eom/lib/books/7.

Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. М., 1992. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.m-alekseev.conylib/books/7.

280

Указ Президента РФ от 14 августа 1992 года № 914 «О введении в действие системы приватизационных чеков в Российской Федерации».

281

Как отмечает М. И. Петров, к 1993 году в России действовало уже около 100 нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг (Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. СПб., 2005. С. 6).

282

Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утв. Указом Президента РФ от 1 июля 1996 года № 1008.

283

Кротов Н., Никулыпин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы: в 2 кн. М.: Экономическая летопись, 2007. С. 22.

Об анализе особенностей сочетания публичных и частных начал в правовом регулировании рынка ценных бумаг 49 государств мира см. исследование: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. What Works in Securities Laws? [Electronic resource]// Tuck School of Business Working Paper. – 2003. – URL: http:// ssrn.com/ abstract = 425880.

285

Предпринимательское право России: учебник/В. С. Белых, Г. Э. Берсункаев, С. И. Виниченко; отв. ред. В. С. Белых. М.: Проспект, 2009. С. 537.

Конституция Российской Федерации от 12 декабря 1993 г.// Российская газета. № 237. 25.12.1993. Подробнее о конституционных основах правового регулирования см.: Гаджиев Г. А. Конституционные основы и пределы правового регулирования корпоративных отношений// Предпринимательское право в рыночной экономике/Отв. ред. Е.П.Губин, П. Г. Лахно. М.: Новая Правовая культура, 2004. С. 175–189.

287

Модельный закон принят на восемнадцатом пленарном заседании Межпарламентской Ассамблеи государств – участников СНГ (постановление № 18-7 от 24 ноября 2001 года). См.: Информационный бюллетень Межпарламентской Ассамблеи государств-участников СНГ. СПб.: Секретариат Совета МПА, 2002. № 28.

288

Приняты на двадцать пятом пленарном заседании Межпарламентской Ассамблеи государств – участников СНГ (постановление № 25-7 от 14 апреля 2005 года). См.: Информационный бюллетень Межпарламентской Ассамблеи государств-участников СНГ. СПб.: Секретариат Совета МПА, 2005. № 36.

289

Распоряжение Президента РФ от 16 апреля 2007 года № 166-рп «О некоторых международных договорах, подписанных в рамках Содружества Независимых Государств».

Статья 4 Соглашения. Цит. по: Соглашение о регулировании межгосударственного рынка ценных бумаг (заключено в г. Минске 22 января 1993 года) [Электронный ресурс]/Законы России. 2007. URL: http://www.lawrussia.ru./texts/legal 901/ doc901 a3 14x5 81.htm.

291

См., например, Указ Президента Республики Казахстан от 16 июня 2010 года № 1000 «О намерении Республики Казахстан не становиться участницей Соглашения о регулировании межгосударственного рынка ценных бумаг от 22 января 1993 года». URL: http://online.zakon.kz/Document/7doc id = 30766483

За основу здесь и далее в настоящей главе взята классификация, используемая в отношении законодательства о предпринимательстве в РФ. (см.: Предпринимательское право Российской Федерации: учебник/отв. ред. Е.П.Губин, П. Г. Лахно. М.: Норма, 2010. С. 79–84).

Законопроект № 94700306-1: О рынке ценных бумаг// Официальный сайт Государственной Думы РФ/Гос. Дума Федерального Собрания РФ. 2013. URL: http://asozd2.duma.gov.ru./main.nsf/%28Spravka%29?OpenAgent&RN=94700306-1 &02.

Подробнее см., например: Калиниченко Н., Привалов А. Закон о рынке ценных бумаг. Так, ничего себе закончик… // Коммерсантъ. 1995. № 16 (127).

Споры между двумя структурами пришлось решать посредством специальных согласований в Правительстве, что в конечном итоге привело к подписанию Протокола согласования разногласий по вопросам регулирования рынка ценных бумаг от 29 мая 1997 года, утвержденного Правительством РФ 30 мая 1997 года № АЧ-П13-19ПР, Минфином РФ, Банком России, ФКЦВ РФ.

Семилютина Н. Г. Влияние законодательства США о рынке финансовых услуг на российскую практику //Право и экономика. 2000. № 2. URL: http://base. consultant.ru.(Доступ ограничен). Несмотря на высокий уровень развития законодательства о рынке ценных бумаг, нормативные акты этой юрисдикции довольно часто заимствуются иными государствами. Подробнее о причинах, особенностях и дальнейших перспективах этого процесса см.: Brummer C. Post-american securities regulation [Electronic resource]//California Law Review. 2010. URL: http:// ssrn.com/ abstract=1441508.

Губин Е. *П.* Правовое регулирование отношений на срочном рынке (рынке производных финансовых инструментов) // Банковское право Российской Федерации. Особенная часть: в 2 т. Т. 2/Отв. ред. Г. А. Тосунян. М., 2002. С. 294–319.

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. С. 32.

299

Там же. С. 33.

300

Комментарий к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ *«О* рынке ценных бумаг» (постатейный)/!!). Н. Распутный, Н. А. Горбачева, Ж. В. Никитина, Н. И. Гарганджия, Д. А. Вавулин, А. С. Емельянов. М.: Деловой двор, 2009. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Речь, в первую очередь, идет о таких нормативных актах, как Федеральный закон от 7 февраля 2011 года № 7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности»; Федеральный закон от 7 декабря 2011 года № 414-ФЗ «О центральном депозитарии»; Федеральный закон от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ «Об организованных торгах».

302

Указ Президента РФ от 28 марта 2011 года № 352 «О мерах по совершенствованию организации исполнения поручений и указаний Президента Российской Федерации».

Перечень поручений по итогам заседания Международного консультативного совета по созданию и развитию международного финансового центра // Официальный сайт Президента России [Электронный ресурс]. URL: http://kremlin.ru./assignments/13925#sel=.

Очевидно, в ближайшее время соответствующие полномочия перейдут к Банку России в рамках концепции создания мегарегулятора финансового рынка (подробнее см. главу 10).

Более детальный перечень нормативно-правовых актов, которые вправе принимать ФСФР в целях регулирования рынка ценных бумаг перечислено в п. 5.3. Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 29 августа 2011 года № 717 «О некоторых вопросах государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации».

306

Пункт 5.3.17 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам.

307

Пункт 14 Указа Президента РФ от 3 июля 1995 года № 662 «О мерах по формированию общероссийской телекоммуникационной системы и обеспечению прав собственников при хранении ценных бумаг и расчетах на фондовом рынке Российской Федерации».

308

Постановление Правительства РФ от 26 декабря 1995 года № 1263 «Об информационном бюллетене «Вестник Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку».

309

Федеральный закон от 26 ноября 1998 года № 182-ФЗ «О внесении изменения и дополнения в статью 43 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

310

См. п. 5.2 Положения о Министерстве финансов Российской Федерации, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 года № 329.

311

Абзац 2 п. 1 Положения о Министерстве финансов Российской Федерации.

312

Страница 7 Федерального закона от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

313

См.: Распоряжение ФКЦВ РФ от 4 апреля 2002 года № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения» (вместе с «Кодексом корпоративного поведения» от 5 апреля 2002 года) // Вестник ФКЦВ России. 2002. № 4. Этот документ был подготовлен под руководством Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг юридической фирмой «Кудерт Бразерс». Финансирование работы осуществлялось за счет гранта Европейского Банка Реконструкции и Развития (ЕБРР), обеспеченного Правительством Японии.

Астапович А., Дуглас Ч., Зелковиц Дж. Перемены в мышлении. Корпоративное управление и перспективы взаимных инвестиций России и США. М., 2007. С. 51.

315

Губин Е. П.Законодательство о предпринимательской деятельности: состояние, значение, и перспективы развития// Предпринимательское право в рыночной экономике. М.: Новая Правовая культура, 2004. С. 91.

Подробнее см. полный перечень Кодексов различных государств, а также ОЭСР. URL: http://www.ecgi.org/codes/all codes.php

См. например: п. 2 Распоряжения ФКЦВ РФ от 18 июня 2003 года № 03-1169/р «Об утверждении Методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения», Правила листинга Закрытого акционерного общества «Фондовая биржа ММВБ», утвержденные Советом директоров ЗАО «ФВ ММВБ» в февраля 2013 года (Протокол № 14). URL: http:// fs.rts.micex.ru./ files/25 7.

См. сайт регулятора: URL: http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/ legislation/regulatory/regu-latory.html.

319

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие/Д. А. Глазунов, А. В. Новаковский, Ю. Е. Туктаров [и др.].М., 2010. С. 26.

Corporate Governance Code: Kingdom of Bahrain [Electronic resource]. 2010. 59p. URL: http://www.ecgi.org/codes/documents/cg code bahrain mar2010 en.pdf.

321

Макарова О. А. Корпоративное право: учебник. М.: Волтере Клувер, 2005. С. 42.

322

Постановление Правительства РФ от 17 июня 2005 года № 383 «Об утверждении типового Кодекса профессиональной этики управляющих компаний, специализированного депозитария, брокеров, осуществляющих деятельность, связанную с формированием и инвестированием накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих, и Правил согласования Кодексов профессиональной этики управляющих компаний, специализированного депозитария, брокеров, осуществляющих деятельность, связанную с формированием и инвестированием накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих, с Федеральной службой по финансовым рынкам».

Метелева Ю. А. Правовое положение акционера в акционерном обществе. М.: Статут, 1999. С. 95.

Излагается на основе книги: Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell. West, 2009. P. 9–15, а также информации, размещенной на сайте Комиссии по ценным бумагам США: URL: www.sec.gov.

325

Существует несколько точек зрения насчет происхождения данного термина. Согласно одной из них, данный термин появился в судебных решениях начала XX века и обозначал отсутствие активов у акционерной компании, а следовательно, и необеспеченность акций компаний, если не считать само «голубое небо». Во всяком случае первым штатом, принявшем в 1911 году закон, направленный против продавцов акций компаний, не имевших никаких активов, считается Канзас, (см.: Markham J. W. A Financial history of the United States. M. E. Sharpe, 2002. P. 59.

Носов С. И. Акционерное законодательство России: история, теоретический анализ, тенденции развития. М.: Изд-во РАГС, 2001. С. 123.

327

См., например, Устав ОАО «Мегафон» (URL: http:// corp.megafon.ru./investors/ management/docs/ustav).

См., например, Положение о раскрытии информации ОАО «Газпром» (URL: http://gazprom.ru./investors/documents).

Например, Положение об аккредитации уполномоченных финансовых консультантов в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» (URL: http://rts.micex.ru./s22).

См. подробнее: Кашанина Т. В. Корпоративные (внутрифирменные) акты. Образцы документов с кратким комментарием. М.: Юристъ, 2004. С. 5.

331

До внесения изменений в ст. 5 ГК в 2013 году обычай обозначался как «обычай делового оборота».

Например, Правила проведения торгов по ценным бумагам в Закрытом акционерном обществе «Фондовая биржа ММВБ» изменяются не реже нескольких раз в год (URL: http:// www.micex.ru./markets/stock/documents/l 136).

Имеются различные переводы данного термина, например, в неофициальном переводе СПС КонсультантПлюс он обозначается как «принятая на рынке практика поведения».

Подробнее см.: Официальный сайт Европейской организации по ценным бумагам и рынкам. URL: http://www.esma.europa.eu/page/accepted-markets-practices.

335

Согласно п. 5 статьи 1 Директивы № 2003/6/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского Союза «Об использовании инсайдерской информации в процессе торгов и манипулировании рынком (рыночных махинациях)». Принята в г. Брюсселе 28 января 2003 года.

Во многом это связано с работой по кодификации гражданского законодательства, осуществленной Советом при Президенте Российской Федерации по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства (Указ Президента РФ от 5 октября 1999 года № 1338 «О Совете при Президенте Российской Федерации по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства»). Кроме того, серьезная работа по пересмотру основ нормативного регулирования предпринимательской деятельности в РФ ведется Советом при Президенте РФ по развитию финансового рынка (Указ Президента РФ от 17 октября 2008 года № 1489 «О Совете при Президенте Российской Федерации по развитию финансового рынка Российской Федерации»).

Подробнее см. 3 раздел гл. 1 «Современные тенденции развития рынка ценных бумаг».

Подробнее с особенностями становления современного законодательства о рынке ценных бумаг можно ознакомиться в книге: Кротов Н., Никулынин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы: в 2 кн. М.: Экономическая летопись, 2007. С. 504

339

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: Учебное пособие. М.: Статут, 2010. С. 31.

Сергеев В. В. Законодательное обеспечение рынка ценных бумаг в условиях модернизации рыночной экономики (с заседания Комиссии по законодательству в сфере деятельности кредитных организаций и финансовых рынков Ассоциации юристов России)//Банковское право. 2011. № 4. С. 2–18.

Реформа системы регулирования и надзора на финансовом рынке. Дискуссионный материал НАУФОР [Электронный ресурс]/ Официальный сайт НАУФОР. 2012. URL: http://www.naufor.ru./tree.asp?n=10116.

Principles-based regulation: focusing on the outcomes that matter [Electronic resource]. FSA, 2007. URL: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf.

The Oxford Handbook of Regulation / ed. by R. Baldwin, M. Cave, M. Lodge. Oxford University Press, 2010. P. 448.

Зенькович Е. В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование/науч. ред. Л. Л. Попов. М.: Волтере Клувер, 2007. Электрон, вере, печат. публ. URL: http:// base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

345

Распоряжение Правительства РФ от 29 декабря 2008 года № 2043-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года».

Цит. по: Приложение 1. Лучшая практика крупнейших международных финансовых центров Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации одобрена на заседании Правительства Российской Федерации 5 февраля 2009 года (URL: http://www.economy.gov.ru./minec/ activity/sections/ finances/creation).

Об этом принципе см. выше.

348

Постановление Правительства РФ от 29 августа 2011 года № 717 «О некоторых вопросах государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации».

349

См.: Высказывания А. Л. Кудрина информационным агентствам в Федеральной службе по финансовым рынкам// Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации [Электронный ресурс]. 2007. URL: http:// www.minfin.ru./ru/ press/speech/index.php?id4 = 12465.

Официальный сайт Президента России. URL: http:// kremlin.ru./assignments/ 13925#sel=.

Подробнее см. главу 10 настоящей работы.

Белов В. А. Современное состояние и перспективы развития цивилистической теории ценных бумаг//Вестник гражданского права. 2010. № 4. URL: http://base.con-sultant.ru. (Доступ ограничен).

Степанов Д. И. О теории ценных бумаг в России и о теории понятий вообще. Размышления о востребованности догматических построений//Вестник гражданского права. 2010. № 4. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Федоров А. Ф. Торговое право. Одесса, 1911. С. 566.

См., например: МетелеваЮ. А. Правовое положение акционера в акционерном обществе. М., 1999. С. 133–177; Долинская В. В. Акционерное право: основные положения и тенденции. М.: Волтере Клувер, 2006. С. 251; Григорьев Д. В. Гражданско-правовые аспекты правового регулирования рынка ценных бумаг: автореф…. дис. канд. юрид. наук. М., 2008. С. 11.

Шевченко Г. Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. М.: Статут, 2006. 271с. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

357

Пенцов Д. А. Понятие «security» по законодательству Соединенных Штатов Америки: дис…. канд. юрид. наук. СПб., 1999. С. 12.

358

Кротов Н., Никулынин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы. В 2-х кн. Кн. 1. М.: Экономическая летопись, 2007. С. 105.

Кстати, порядок квалификации ценных бумаг также устанавливается ФСФР, с чем нельзя согласиться, ведь в таком случае ощутимо возрастает ничем не ограниченные возможности одного государственного органа, увеличивается риск ошибки и иных негативных явлений (Приказ ФСФР РФ от 23 октября 2007 года № 07-105/ пз-н «Об утверждении Положения о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг»).

Белов В. А. Современное состояние и перспективы развития цивилистической теории ценных бумаг//Вестник гражданского права. 2010. № 4. URL: http://base.con-sultant.ru.(Доступ ограничен).

361

См. подробнее: Концепция развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках (проект)//Вестник гражданского права. 2009. № 2. URL: http://base. consultant.ru. (Доступ ограничен).

362

Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: учебник. М.: ИНФРА-М, 2007. С. 52.

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. С. 250.

Мазунин А. Акции в поддержку мошенников// Коммерсантъ. № 180/П (3997). 2008. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.kommersant.ru./doc/1036459.

Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. СПб.: Питер, 2005. С. 37; Лялин В. А. Ценные бумаги и фондовая биржа: учеб, пособие. СПб.: Бизнес-пресса, 2002. С. 14.

О классификации по степени риска подробнее см.: Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: учебник. М.: ИНФРА-М, 2007. С. 83–84.

Подробнее о проблеме несовпадения терминов, обозначающих финансовые инструменты в различных юрисдикциях, и возможных путях преодоления проблемы см.: Castellano Giuliano G. Towards a General Framework for a Common Definition of‘Securities’: Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts Uniform Law Review = Revue de Droit Uniforme. Vol XVII. 2012. P. 449–481. URL: http://www.lse. ac.uk/collections/law/staff %20publications%20full%20text/castellano/Offprint-Castellano-2012-3.pdf.

Пенцов Д. А. Указ. соч. С. 177.

Hazen T. L. Securities Regulation in a Nutshell, 10th (Nutshell Series) [Electronic recourse]. West, 2011. P. 27–28.

Collins P. S. Regulation of Securities, Markets, and Transactions. 2011. Chap. 1. URL: http://books.google.ru./books/about/Regulation of Securities Markets and Tra. html?id = ldtJlNgoFA4C&rediresc = y

Пенцов Д. А. Указ. соч. С. 178.

Кстати, он встречался и в дореволюционной литературе, правда, в более узком значении. В частности, А. Г. Гусаков по содержанию права, выраженного в бумаге, выделял наряду с облигаторными и вещно-правовыми ценными бумагами, еще и корпоративные. По его словам, в них было инкорпорировано право участия в каком-либо товарищеском предприятии (Гусаков А. Г. Указ. соч. С. 9).

Например, акционеры – владельцы обыкновенных акций общества могут участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции (п. 2 ст. 31 Закона об АО).

Подробнее о маржинальных сделках см. в главе, посвященной сделкам на рынке ценных бумаг.

Например, акционеры – владельцы обыкновенных акций общества могут участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции (п. 2 ст. 31 Закона об АО).

В частности, акционерное общество обязано предоставлять акционерам информацию о его деятельности (п. 1 ст. 92 Закона об АО).

Это также отражено в п. 2 ст. 31 Закона об АО.

В учебном пособии мы не затрагиваем вопрос о сути прав, возникающих у владельцев акций: носят ли так называемые корпоративные или членские права имущественный или неимущественный характер. Подробнее об этом научном споре см., например: Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. М.: Статут, 2008. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен); Корпоративное право: учебник/отв. ред. И. С. Шиткина. М., 2011.

Габов А. В. Ценные бумаги. С. 409.

380

Глушецкий А. А. «Номинальная» стоимость акции – условность против объективности//Корпоративные стратегии (Приложение к еженедельнику «Экономика и жизнь»), № 9. 2009. С. 2.

381

Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 года, утвержденная Правительством РФ 18 мая 2006 года (URL: www.economy.gov.ru.).

Сыродоева О.Н. Акционерное право США и России (сравнительный анализ). М.: Спарк, 1996. С. 47.

Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. М.: Статут, 2008. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Что характерно, многие основания классификации акций использовались еще на рубеже XIX–XX веков. Подробнее см.: Adams Jr. J. Stocks and their features a division and classification/ Stocks and the stock market: The annals of the American Academy of political and social science. Vol.XXXV. No. 3.1910. P. 43–62.

На английском эти два вида акций поименованы как common stocks и preferred stocks, именно англоязычное наименование привилегированных акций стало основой их сокращенного наименования в профессиональной среде – «префы».

386

Пункт 2 ст. 31 Закона об АО.

387

Пункт 2 ст. 32 Закона об АО.

Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях. С. 161.

389

Статья 27 Закона об АО.

390

Пункт 3 ст. 28 Закона об АО.

391

См., например, Постановление ФАС Дальневосточного округа от 4 декабря 2009 года №Ф03-6657/2009 по делу №А51-13209/2008; Постановление Десятого арбитражного апелляционного суда от 31 июля 2007 года, 24 июля 2007 года №А41-К1-3040/07 и др.

Таблица приведена по книге: Graham B., Dodd D. Security analysis McGraw-Hill Professional. 1996. P. 153.

393

Пункт 3 ст. 25 Закона об АО.

394

<Письмо> ФКЦВ РФ от 26 ноября 2001 года №ИК-09/7948 «Об образовании части

Подробнее см., например: Молотников А.Е. Проблемы взаимодействия и правового регулирования контролирующих, крупных и миноритарных акционеров в России // Предпринимательское право. № 1. 2009.

Порядок консолидации размещенных акций и определения их рыночной стоимости, закрепленный в Законе об АО, рассматривался на предмет соответствия Конституции РФ. В частности, одними из инициаторов дела в Конституционном Суде стали акционеры ЗАО «Торговый дом „Кунцево“». Консолидация акций этого общества была проведена за 20 дней, рыночная стоимость дробных акций была установлена советом директоров без привлечения независимого оценщика, 426 акционеров стали обладателями дробных акций, и в конечном итоге в обществе остался лишь **один** акционер. Следует отметить, что по результатам рассмотрения материалов дела Конституционный Суд РФ признал соответствующие положения Закона об АО не противоречащими Конституции РФ (Постановление Конституционного Суда РФ от 24 февраля 2004 года № 3-П «По делу о проверке конституционности отдельных положений статей 74 и 77 Федерального закона „Об акционерных обществах“, регулирующих порядок консолидации размещенных акций акционерного общества и выкупа дробных акций, в связи с жалобами граждан, компании „Кадет Истеблишмент“ и запросом Октябрьского районного суда города Пензы»). Немаловажная деталь: на момент вынесения решения Конституционного Суда РФ положение о принудительном выкупе обществом дробных акций при консолидации было уже исключено из Закона об АО (в 2001 году), что и привело к резкому снижению числа случаев консолидации акций в практике российских акционерных компаний.

397

Пункт 4.2.5. «Концепции развития гражданского законодательства Российской Федерации» (одобрена решением Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства от 7 октября 2009 года). URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Плющев М. В. Правовая природа «дробных ценных бумаг» // Юрист.№ 7. 2004. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

399

Согласно п. 3 ст. 72 Закона об АО, акции, приобретенные обществом, не предоставляют права голоса, они не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Такие акции должны быть реализованы по цене не ниже их рыночной стоимости не позднее одного года с даты их приобретения.

400

Как известно, в соответствии с п. 1 ст. 34 Закона об АО акции общества, распределенные при его учреждении, должны быть полностью оплачены в течение года с момента государственной регистрации общества, если меньший срок не предусмотрен договором о создании общества.

Похожее определение содержится и в ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг. *Облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.* Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт.

Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. Т. 1. М., 2007. С. 357.

403

Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций [Электронный ресурс]/Я.М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З. А. Воробьева. М., 2004. Электрон, вере, печат. публ. URL: http:/Avww.mirkin.ru.

В случаях, предусмотренных в ходе эмиссии облигаций, они могут конвертироваться в акции.

405

Тимофеев А. А. Правовое регулирование корпоративных облигаций в Российской Федерации. Еврооблигации/ Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах/отв. ред. проф. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. М.: Статут, 2010. С. 143.

Там же. С. 143.

Поданным проекта «RusBonds – облигации в России» (URL: http://www.ru.sbonds.ru.).

См. подробнее: Сысоева Е. Ф., Говорова В. В. Механизм использования корпоративных облигаций в качестве инструмента финансирования // Вестник Воронежского государственного университета. 2005. № 1. С. 115. (Серия: Экономика и управление).

409

Пункт 1 ст. 27.2 Закона о рынке ценных бумаг.

410

Пункт 1 ст. 27.3 Закона о рынке ценных бумаг.

Подробнее см.: Проспект ценных бумаг [Электронный ресурс]. URL: http://rusal.ru./ investors/files/Prospect.pdf.

Подробнее см.: Корпоративный сайт [Электронный ресурс]. URL: http://www. rusal.ru.

413

Далее излагается ситуация, рассмотренная в следующей работе: Новоселова Л. А. Дело «Общество Коммерческий банк Петрокоммерц против Общества Аркада и других о взыскании задолженности»//Правовые позиции Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации: избранные постановления за 2009 год с комментариями/под ред. А. А. Иванова. М.: Статут, 2012. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

По данным агентства Cbonds, 76 эмитентов по 110 эмиссиям допустили дефолты, из них 36 дефолтов перешли из технических в категорию фактического дефолта, а 30 компаний допустили невыплаты при досрочном предъявлении бумаг к выкупу (оферты) (Мазунин А., Чайкина Ю. Держателей облигаций объединят против дефолтов // Коммерсантъ. № 24(4079). 2009).

Письмо ФСФР РФ от 2 июля 2009 года № 09-ВМ-03/14905 «О некоторых вопросах, связанных с обеспечением и исполнением обязательств по облигациям» (официально не опубликован). URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

416

Законопроект № 217052-5 «О внесении изменений в Федеральный закон „О рынке ценных бумаг“ (в части создания механизмов, направленных на защиту прав владельцев облигаций)».

По данным Департамента исследований и информации Банка России: Годовой обзор финансового рынка за 2011 год. № 1(72). URL: http://www.cbr.ru./analytics/ fin r/fin mark 2011.pdf.

418

Там же.

419

Статья 27.5.2 Закона о рынке ценных бумаг.

420

Изменения, внесенные Федеральным законом от 29 декабря 2012 года № 282-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».

В предыдущей редакции закона в качестве эмитентов биржевых облигаций мог выступать ограниченный круг лиц. Например, хозяйственное общество или государственная корпорация. Кроме того, сдерживало развитие данного финансового инструмента и обязательное требование о том, что акции или облигации потенциальных эмитентов должны были находиться в котировальном списке биржи, осуществляющей допуск биржевых облигаций к организованным торгам.

Подробнее см.: Скворцов М. Как отразится введение биржевых облигаций на российском рынке векселей?//Рынок ценных бумаг. 2006. № 18 (321). С. 43–46; Зенькович Е. В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование/под ред. Л. Л. Попова. М.: Волтере Клувер, 2007. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

По данным Департамента исследований и информации Банка России: Годовой обзор финансового рынка за 2011 год. № 1(72). URL: http:/Avww.cbr.ru./analytics/ fin r/finjnark 2011.pdf.

На подзаконном уровне можно отметить Постановление ФКЦВ РФ от 9 января 1997 года № 1 (ред. от 31 декабря 1997 года) «Об опционном свидетельстве, его применении и утверждении стандартов эмиссии опционных свидетельств и их проспектов эмиссии».

425

Использованы материалы: Тягай С. Опция для топ-менеджера//Деньги. 2006. № 34(590).

Акции передаются специальным инвестиционным фондам в целях реализации пенсионных планов сотрудников.

427

Сотрудникам предоставляется возможность приобрести акции компании в будущем по заранее определенной цене в случае наступления определенных событий.

Подробнее см. на сайте SEC (URL: http://www.sec.gov/answers/empopt.htm).

Следует обратить внимание, что РДР удостоверяет право собственности на акции или облигации не только напрямую, но и опосредованно, при помощи производных ценных бумаг. Иными словами в качестве базового актива для российской депозитарной расписки выступают либо «классические» инвестиционные инструменты – акции и облигации, либо производные ценные бумаги, которые, в свою очередь, удостоверяют права на акции или облигации.

Подробнее об обзоре различных позиций о природе депозитарных расписок см.: Кутер М. И., Коваленко М. Г. Российские депозитарные расписки: актуальность и специфика// Вектор науки ТГУ. 2011. № 3(17). С. 246–247.

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Меньшикова А. А. Российские депозитарные расписки: перспективы развития // Депозитариум. 2006. № 11. С. 25.

Подробнее о выпуске РДР UC Rusal см. URL: http:// sberbank.ru./moscow/ru/ investor relations/rdr/rdr rusal/rdr open/ docs.

Габов А. В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. М.: Статут, 2011. С. 403.

Caprio G.,HonohanP. Finance for growth: policy choices in a volatile world. 2001. P. 163.

436

Обеспечение прав инвесторов в АДР – варианты решения. Интервью с исполнительным директором Ассоциации по защите прав инвесторов Александром Иконниковым // Рынок ценных бумаг. 2001. № 21. С. 23–24.

437

Пункт 2.17 Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров, утвержденного Приказом ФСФР России от 2 февраля 2012 года № 12-6/пз-н.

Об иных проблемах, связанных с правами владельцев депозитарных расписок см., например: Костылев К. С. какими проблемами сталкиваются держатели депозитарных расписок?// Акционерный вестник. 2012. № 10. С. 20–25.

Корпоративный сайт группы «Московская Биржа». URL: http://rts.micex.ru./a51.

Скогорева А. Ипотечный «караван» топчется на месте, имитируя движение [Электронный ресурс]//Национальный банковский журнал. 2012. № 1 (92). Электрон, дан. URL: http://bankir.ru./publilcacii/s/andrei-krysin-v-rossii-fakticheski-otsutstvuet-rynok-ipotechnykh-tsennykh-bumag-kak-deistvuyushchii-mekhanizm-refinan-sirovaniya– i-eto-odno-iz-glavnykh-prepyatstvii-dlya-razvitiya– ipoteki-10001315/.

441

Федеральный закон от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

Афанасьева Т. И. Правовой режим ипотечных ценных бумаг: вопросы теории и практики: дис…. канд. юрид. наук. Иркутск, 2008. С. 45.

443

Резванова Л. М. Ипотечные ценные бумаги характеризуют развитость ипотечного рынка, с одной стороны, с другой – сами напрямую зависят от его развития // Банковское кредитование. 2008. № 4. URL: http://bankir.ru./publikacii/s/ipotechnie-cen-nie-bymagi-investicionnii-analiz-stryktyrirovanie-instrymenti-povisheniya-kreditno-go-kachestva-1364259.

Подробнее о требованиях, предъявляемых к ипотечным агентам, см. ст. 8 Закона об ипотечных ценных бумагах. Ипотечные агенты – организации с исключительной правоспособностью – создаются для приобретения требований по кредитным договорам (займам), которые обеспечены ипотекой. Согласно п. 1 ст. 819 ГК РФ, только кредитные организации могут размещать свои денежные средства путем заключения кредитных договоров, при этом достаточно распространенной практикой является обеспечение возврата денежных средств, выданных по таким договорам, при помощи ипотеки. Правилами ст. 7 Закона об ипотечных ценных бумагах также предусмотрено, что Банк России устанавливает для кредитных организаций, являющихся эмитентами облигаций с ипотечным покрытием, ряд требовании. Для этого Банком России была издана Инструкция от 31 марта 2004 года № 112-И «Об обязательных нормативах кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием», в которой устанавливаются дополнительные экономические нормативы для подобных кредитных организаций (помимо общих для всех банков экономических нормативов, установленных Инструкцией Банка России от 03 декабря 2012 года № 139-И «Об обязательных нормативах банков»).

Селивановский А. С., Гафарова В. Правовые риски ипотечного агента //Хозяйство и право. 2005. № 7. С. 45.

Гортинская Е. И. Правовой статус ипотечного агента в сделках секьюритизации активов //Предпринимательское право. 2009. № 4. Электрон, вере, печат. публ. тЬ: http:// base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Супрунов П.Перспективы рынка ипотечных ценных бумаг в России//Рынок ценных бумаг. № 25. 2005. URL: http://www.rcb.ra.

Подробнее см.: Ипотечные сертификаты участия// Адвокатское бюро «Линия права» [Электронный ресурс]. URL: http://www.lp.ru./experience/ipotechnie-serti-fikati-uchastija-isu-linija-prava-prodolzhaet-zapuskati-novie-fmansovie-instrumenti.

Подробнее см.: Бэр Х. П.Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков. М., 2007. С. 28.

Туктаров Ю. Е., Батуева А. Д. Закон Люксембурга о секьюритизации: основные положения//Вестник гражданского права. 2009. № 1.URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

451

Глазунов Д. А. Секьюритизация. Ипотечные ценные бумаги // Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: учеб, пособие/отв. ред. проф. Ю. К. Краснов и А. А. Александров. М., 2010. С. 171.

По мнению Д. Аксенова в России первый случай секьюритизации был зафиксирован именно в отношении поступлений по кредитным картам. Это произошло в 2004 году по инициативе Росбанка (Вриз Роббе Ж. Ж. де, Али П. Секьюритизация и право. М., 2008. С. 416).

453

Подробнее см.: Kothari V. Securitization: The Financial Instrument of the Future Singapore. 2006. P. 502.

Moulds 1. Bond investors see another side of Bob Dylan – but desire isn't there [Electronic resource]. 2012. URL: http://www.guardian.co.uk/business/2012/aug/31/bob-dylan-bond – goldman-sachs.

Баязитова А., Дементьева С. ВТВ 24 обернул долги в бумаги [Электронный ресурс] // Коммерсантъ. 2012. № 135 (4920). URL: http://kommersant.ru./doc/1987460.

456

Пункт 1 § 3 раздела 1 проекта Концепции развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках.

Вриз Роббе Ж. Ж. де, Али П. Секьюритизация и право. М., 2008. С. 1.

Глазунов Д. А. Указ. соч. С. 174–175.

Подробнее о синтетической секьюритизации см.: Туктаров Ю.Е. Синтетическая секьюритизация // Рынок ценных бумаг. 2007. № 13 (340). URL: http://www.rcb.ru.

Лебедев В. В. Развитие модели секьюритизации ипотечных активов в РФ: теоретические и законодательные аспекты// Научные проблемы гуманитарных исследований. 2010. № 7. С. 281.

Александрова Н. В. Понятие и виды секьюритизации активов // Финансы и кредит. 2007. № 5. С. 27.

Овчинников С. В. Правовое регулирование ипотечных отношений в РФ и США: автореф. дис…. канд. юрид. наук. М., 2008. С. 7

Lipson I. C. Re: Defining securitization [Electronic resource] // Southern California Law Review. 2012. URL: http://ssrn.com/abstract=1996017.42 p.

И это, несмотря на ту роль, которую оказал процесс секьюритизации на развитие финансового кризиса 2008 года (см., например: Dov S. The Rise of a Giant: Securitization and the Global financial Crisis //American Business Law Journal. 2012. Vol. 49. No. 4.P. 859).

См., например, уже упоминавшуюся Стратегию развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы и Стратегию развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года.

Хотя в Государственной Думе и находился впоследствии снятый с рассмотрения Законопроект № 182171-5 «О секьюритизации», в настоящее время ко второму чтению готовится уже другой Законопроект № 249606-5 «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации (в части регулирования секьюритизации финансовых активов)» (URL: http://www.duma.gov.ш.).

Далее также Закон о государственных ценных бумагах.

467

На практике встречается узкоспециальное обозначение государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации: «субфедеральные ценные бумаги». Имеется в виду сокращение словосочетания субъект Российской Федерации. Такое обозначение использовано в ст. 3 Правила листинга ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», утвержденного Советом директоров ЗАО «ФВ ММВБ» 06 февраля 2013 года (Протокол № 14), – URL: http://fs.rts.micex.ru./files/257. Иногда рассматриваемое словосочетание применяется и в официальных документах органов государственной власти (см., например, раздел 6 Программы антикризисных мер Правительства Российской Федерации на 2009 год (утверждена Правительством РФ, дата утверждения не обозначена).

468

Правительство РФ вправе уполномочить тот или иной федеральный орган исполнительной власти. В настоящее время это Министерство финансов РФ (п. 5.3.16 Положения о Министерстве финансов Российской Федерации, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 года № 329.

469

Приказ Минфина РФ от 30 марта 2012 года № 144 «Об эмиссии облигаций внешних облигационных займов Российской Федерации».

470

Приказ Министерства финансов Нижегородской области от 10 ноября 2011 года № 121 об утверждении Решения об эмиссии государственных облигаций Нижегородской области с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга.

471

Постановление главы Администрации городского округа г. Уфа РВ от 17 декабря 2010 года № 7176 «Об утверждении решения об эмиссии облигаций муниципального облигационного (внутреннего) займа городского округа город Уфа 2010 года (в форме документарных ценных бумаг на предъявителя) с постоянным купонным доходом».

Габов А. В. Ценные бумаги. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

По информации с сайта Минфина России о Государственном внутреннем долге РФ, выраженном в государственных ценных бумагах РФ. URL: http://wwwl.minfin.ru./ common/img/tiploaded/ library/2011/02/sddolggod2011-0.pdf.

Например, по облигационным займам, привлекаемым ОАО «РОСНАНО» на реализацию целей, указанных в уставе общества (п. 2. раздела 1 Программы государственных гарантий Российской Федерации в валюте Российской Федерации на 2013 год, Приложение 37 к Федеральному закону «О федеральном бюджете на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов»).

475

Статья 115–117 Бюджетного кодекса.

476

Пункт 1. ст. 115 Бюджетного кодекса.

Никифорова В. Д., Островская В. Ю. Государственные и муниципальные ценные бумаги. СПб, 2004. С. 111.

Утверждено Банком России 25 марта 2003 года № 219-П.

Миркин Я. М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития: дис. … докт. экон. наук. М., 2003. С. 218.

480

Пункт 2 Заявления Правительства РФ Банка России от 17 августа 1998 года «Об изменении курсовой политики».

Райнер Г. Деривативы и право. М., 2005. С. 19.

482

Туктаров Ю. Е. Рынки деривативов/Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: учеб, пособие. С. 160.

Сафонова Т. Как деривативы стали финансовым оружием массового поражения [Электронный ресурс]/Ведомости. 2012. URL: http://www.vedomosti.ru./finance/analytics/2012/09/12/29701.

Суть этого термина состоит в том, что для осуществления сделки на рынке деривативов требуется намного меньше средств, чем на рынке ценных бумаг, где обращается базисный актив. Однако данное обстоятельство ведет к увеличению не только возможной прибыли, но и убытков. Рассмотрим следующий пример: предположим, для покупки 100 акций Газпрома понадобится 100х266 = 26 600 руб. А для покупки одного фьючерса на 100 акций Газпрома нужно иметь на счете около 3200 рублей. То есть «плечо» составляет 2660 ÷ 3200 = 8,3. В денежном выражении результат от обеих операций будет одинаковым. Но не стоит забывать, что «плечо» увеличивает убыток так же, как и прибыль (автор примера Роман Шишминцев, URL: http://perspplus.ru.). Также про эффект плеча на рынке деривативов см. Райнер Г. Деривативы и право. С. 39–42.

См., например, Posner E. A., Glen Weyl E. An FDA for Financial Innovation: Applying the Insurable Interest Doctrine to 21st-Century Financial Markets. URL: http://ssrn. com/abstract = 2010606. 56p.; Soros G. America Must Face Up To The Dangers Of Derivatives// Financial Times. 2010. URL: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/707ef202-4e3d-1 Idf-b48d-00144feab49a.html.

См.: Официальный сайт The Financial Crisis Inquiry Commission. URL: http://www. fcic.gov/report. Подробнее об Отчете см. главу 1 настоящей работы.

487

О послекризисных тенденциях регулирования внебиржевого рынка деривативов см.: Соловьев П.Новый этап развития внебиржевого рынка деривативов: необходимость или обязанность [Электронный ресурс] //Депозитариум. № 4. 2012. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.nsd.ru./common/ img/uploaded/files/ depo/110/12-16 solovyov.pdf.

Ахметов Р. Р. Вопросы стабильности финансовых рынков и развитие экономической системы // Финансы. 2008. № 1. С. 80.

Тулайков Н. В. «Опасные» деривативы: проблемы. Решения// Финансы и кредит. 2009. № 26. С. 38.

490

Аристова Е. В. Роль производных финансовых инструментов в функционировании финансового рынка/Вестник науки Сибири. Томск: Изд-во ТПУ, 2011. № 1 (1). С. 467.

491

Подробнее об истории развития рынка деривативов в современной России см.: Бикеева В. П.Развитие производных финансовых инструментов в России и за рубежом: исторический аспект//Законодательство и экономика. М., 2006. № 9. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

492

Приказ ФСФР РФ от 4 марта 2010 года № 10–13/пз-н «Об утверждении Положения о видах производных финансовых инструментов».

Следует отметить, что изменения законодательства произошли сравнительно недавно в 2009 году.

494

Приказ ФСФР РФ от 4 марта 2010 года № 10–13/пз-н «Об утверждении Положения о видах производных финансовых инструментов».

495

Проект федерального закона № 309366-3 «О производных финансовых инструментах» (www.duma.gov.ru.)

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М.: Статут, 2011. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

497

Проект № 47538-6 Федерального закона о внесении изменений в Гражданский кодекс Российской Федерации, отдельные законодательные акты Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных законодательных актов (положений законодательных актов) Российской Федерации (URL: www.duma.gov. га.).

Подробнее об истории развития рынка ценных бумаг, правового регулирования его участников см. главы 2–3 данного учебника.

Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: теория и практика: учебник. М., 2011. С. 435.

Там же. С. 437.

501

Securities Act of 1933 [Electronic resource]/U. S. Securities and Exchange Commission: official Federal Agency website. Sec. 2(a)(4). URL: http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf.

502

Подробнее о FTT см.: Туктаров Е. Ю., Семикова Л. Е. Управление риском банкротства в финансовых сделках//Частное право и финансовый рынок: сборник статей. М.: Статут, 2011. Вып. 1. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

503

Представляется неверным вывод о том, что «выпуск акций могут осуществлять учредители – граждане и юридические лица – в связи с созданием акционерного общества» (Рынок ценных бумаг: правовое регулирование. М.: ОЛМА-ПРЕСС, 2002. С. 16).

504

О запутанных отношениях применительно к субъекту эмиссии и соответственно субъекту ответственности по государственным займам см. также: Суханов Е. А. Об ответственности государства по гражданско-правовым обязательствам//Вестник ВАС РФ. М.: Закон, 2001. № 3.

505

Распоряжение ФКЦВ РФ от 4 июля 1997 года № 447-р «Об утверждении Положения о Совете эмитентов при Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг».

506

Пункт 7 ст. 66 ГК РФ.

507

Пункт 1 ст. 7 Закона об ипотечных ценных бумагах.

508

Пункт 1 ст. 27.5–3 Закона о рынке ценных бумаг.

509

Пункт 1. ст. 4 Федерального закона от 29 ноября 2001 года № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

510

Пункт 4. ст. 2 Федерального закона от 3 декабря 2011 года № 380-ФЗ «О хозяйственных партнерствах».

511

Пункт 2 ч. 3 ст. 3 Федерального закона от 17 мая 2007 года № 82-ФЗ «О банке развития».

512

Пункт 7 ч. 3 ст. 3 Федерального закона от 17 мая 2007 года № 82-ФЗ «О банке развития».

513

Федеральный закон от 27 июля 2010 года № 211-ФЗ *«О* реорганизации Российской корпорации нанотехнологий».

514

Статья 1 Федерального закона № 107-ФЗ от 31 мая 2010 года «О внесении изменений в Федеральный закон „О Российской корпорации нанотехнологий“ и статью 17 Федерального закона „О Государственной корпорации по атомной энергии „Росатом“».

515

Пункт 8 ст. 2 Федерального закона от 17 июля 2009 года № 145-ФЗ «О государственной компании „Российские автомобильные дороги“ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Майфат А. В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования. М.: Волтере Клувер, 2006. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

517

Право эмиссии облигаций предоставлено унитарным предприятиям п. 1. ст. 24 Федерального закона от 14 ноября 2002 года № 161-ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях».

518

Пункт 8 ст. 35 Федерального закона от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»

519

Подробнее см.: Кредитные организации в России: правовой аспект/отв. ред. Е.А.Павлодский. М.: Волтере Клувер, 2006. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

520

Аграновский А. В. Правовое регулирование безналичных расчетов в предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации. М.: Изд-во МГУ, 2005. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

521

Согласно п. 3 ст. 2 Закона о государственных ценных бумагах.

522

Правительство РФ вправе уполномочить тот или иной федеральный орган исполнительной власти. В настоящее время это Министерство финансов РФ (п. 5.3.16 Положения о Министерстве финансов Российской Федерации, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 года № 329).

523

Камнева Г. Лондон забирает долю [Электронный ресурс]// Ведомости. 2012. № 229 (3243). URL: http://www.vedomosti.ru./newspaper/article/354661/london zabiraet dolyu.

Подробнее см.: Мальков А. В. Размещение акций: структурирование и ценообразование. М.: Альпина Бизнес Букс, 2011. С. 12–13.

525

Идет речь о ведущем британском индексе, который рассчитывается при участии LSE и Financial Times *(Financial Times Stock Exchange Index). Подробнее см.: FTSE: official site [Electronic resourcej. URL:* wvviv.ftse.com.

Глазунов Д. А. Эмитенты, инвесторы и профессиональные участники рынка ценных бумаг//Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие. М.: Статут, 2010. С. 49.

Также о проблемах, связанных с публичным размещением и обращением ценных бумаг иностранных эмитентов, см.: Богданов И. Работа российского рынка ценных бумаг с иностранными эмитентами // Рынок ценных бумаг. М., 2010. № 8.

Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. М., 1992. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.m-alekseev.eom/lib/books/7.

528

Пункт 7 Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утвержденного Постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 года № 78.

Исходя из практики, указанные организации включаются в перечень на основании специальных распоряжений Правительства РФ, например, Европейский банк реконструкции и развития был отнесен к международным финансовым организациям, ценные бумаги которых допускаются к размещению и публичному обращению в Российской Федерации на основании Распоряжения Правительства РФ от4 апреля 2003 года № 426-р.

Статья 51.1 Закона о рынке ценных бумаг.

531

Приказ ФСФР РФ от 23 октября 2007 года № 07-105/пз-н «Об утверждении Положения о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг».

Это осуществляется согласно Порядку регистрации проспектов ценных бумаг иностранных эмитентов и допуска ценных бумаг иностранных эмитентов к размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации по решению федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, утвержденному Приказом ФСФР России от 6 марта 2012 года № 12–10/пз-н.

Пункт 15 ст. 51.1 Закона о рынке ценных бумаг. Стоит отметить, что в начале 2013 года произошли поистине революционные изменения. Теперь биржа, которая допустила к организованным торгам ценные бумаги иностранного эмитента, вправе раскрывать информацию о таких ценных бумагах не на русском языке, а «на используемом на финансовом рынке иностранном языке» (п. 21. Ст. 51.1 Закона о РЦБ). Очевидно, что в качестве такого языка выступает английский.

Подробнее см.: Ежеквартальный отчет [Электронный ресурс]/ Uranium One Inc. 2011. URL: http://www.uraniuml.com/index.php/ en/investor/investor-toolkit/doc download/657.

Кстати, само ОАО «Атомредметзолото» посредством многоступенчатой структуры акционеров контролируется государственной корпорацией «Росатом» (см.: Годовой отчет за 2011 год [Электронный ресурс]/ОАО «Атомредметзолото». URL: http://www.armz.ru./shareholders and investors/information d isclosure/?blockid = 1).

535

См., например: Годовой отчет за 2011 год [Электронный ресурс]/Uranium One Inc. URL: http://www.uraniuml.com/index.php/en/investor/financial-reports-and-filings/ annual-reports.

Подробнее см.: Официальный сайт ФСФР [Электронный ресурс]/РБК ЦЕНТР. М., 2010. URL: http://www.fcsm.ru./ru/press/releases/index.php?id 3 = 6740&year_25 = 2010&month25 = 11.

См. документы, связанные с размещением ценных бумаг иностранных эмитентов: Официальный сайт Московской Биржи [Электронный ресурс]. 2011–2013. URL: http://www.micex.ru./markets/stock/emitents/listing/l 52 7.

Необходимо различать понятия публичная компания и корпорация публичного права, что свойственно европейской правовой системе. Под ними обычно понимают государственные и муниципальные образования, государственные предприятия и учреждения, политические партии, а также религиозные организации (церкви). См.: Рыбкин К. А. Юридические лица как носители основных прав: российская и европейская практика // Журнал российского права. М.: Норма, 2007. № 11.

См. General introductory provisions, types of company: Part 1 [Electronic resource]. URL: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/content.

Choi S. J., Pritchard A. C. Securities Regulation: the essentials. Aspen Publishers Inc., 2008. P. 85.

Корпоративное право/отв. ред. И. С. Шиткина. М.: КноРус, 2011. С. 189. О проблемах обществ, созданных в процессе приватизации, см. также интервью с руководителем одного из региональных отделений ФСФР: Маевская Э. Разделение акционерных обществ на публичные и непубличные может существенно облегчить их корпоративную жизнь: интервью с Ю. Н. Распутным//Акционерный вестник. М.,2012. № 6. С. 44–48.

541

Сейчас Министерство экономического развития РФ.

См.: Официальный Интернет-ресурс Министерства экономического развития Российской Федерации. 2013. URL: http://www.economy.gov.ru.

543

Подробнее см. 1 главу учебника.

В частности, это обязательства по раскрытию информации, соблюдению правил направления публичного предложения покупки акций (tender offer), правил, связанных и вытекающих из голосования на акционерном собрании по доверенности (proxy rules), – см. Choi S. J., Pritchard A. C. Op. cit. P. 85–86.

545

Проект № 47538-6 Федерального закона о внесении изменений в Гражданский кодекс Российской Федерации, отдельные законодательные акты Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных законодательных актов (положений законодательных актов) Российской Федерации (URL: www.duma.gov.ru.).

Данное положение перекликается с подходом к определению частной компании, закрепленном в британском Законе о компаниях от 2006 года: частной компанией является компания, не являющаяся публичной (см.: General introductory provisions, types of company: Part 1 [Electronic resource]. URL: http:// www.legislation.gov.uk/ ukpga/2006/46/content).

547

По информации корпоративного сайта компании (URL: http://www.unilever.ru.).

Основано на положениях книги: Schultheis P. J., Day R. G., Lewis J. R., Lindquist S. J., O'Connor R. G. The initial public offering. A Guidebook for Executives and Boards of Directors. 3rd ed. Bowne & Co, 2008. P. 4–11.

Как правило, после осуществления публичного размещения акций их стоимость многократно вырастает, равно как и число потенциальных покупателей на организованном рынке. В этих условиях в зависимости от внутрикорпоративной ситуации сотрудники могут либо продать уже принадлежащие им акции, либо воспользоваться опционными программами и приобрести по заранее определенной цене акции компании с целью последующей перепродаже по более высокой цене. Например, компания Facebook предпочла не утверждать опционную программу, а распределить свои акции между сотрудниками до приобретения статуса публичной компании в процессе публичного размещения акций (см.: Vardi N. The Next Problem For Facebook's Stock: Its Employees // Forbes. 2012. URL: http:// www.forbes.coru/sites/ nathanvardi/2012/09/24/the-next-problem-for-facebooks-stock-its-employees).

Иная стратегия использовалась компанией Яндекс. При этом в опционной программе задействовано 10/6 акций (см.: Проспект Yandex N. V. URL: http://ir.yandex. com/secfiling. cfm?f ilingID= 1047469-11 – 5463 &CIK= 1513845).

550

Не является публичным размещение ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, на организованных торгах.

551

См. выше.

Хотя существует и иная точка зрения. Например, известный российский предприниматель Роман Абрамович, комментируя нервозность в российской деловой среде, связанной в том числе и с колебаниями курсов акций компании ЮКОС, говорил, что «у рынка короткая память, а у российских бизнесменов – она еще короче. В конце концов все будет нормально, однако не все захотят этого дождаться» (URL: http://grani.ru./Politics/Russia/m.40179.html).

553

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Андреев В. К. Рынок ценных бумаг. Правовое регулирование: курс лекций. М., 1998. С. 61–62.

555

Брагинский М. И., Витрянский В. В. Договорное право: в 5 кн. Общие положения. Кн. 1.М., 1997. С. 13.

Шевченко Г. Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. М., 2006. С. 111.

Синенко А. Ю. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика. М., 2002. С. 27.

Это может происходить как в процессе установления корпоративного контроля над акционерным обществом, так и в ходе своеобразного размытия доли, принадлежащей миноритарным акционерам.

Рожков А. Russia Partners в «Восточном»//Ведомости. 2012. № 200 (3214). URL: http://www.vedomosti.ru./newspaper/article/331031/russia partners v vostochnom.

560

Статья 1 Распоряжения Правительства РФ от 27 ноября 2010 года № 2102-р «Об утверждении прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества и основных направлений приватизации федерального имущества на 2011–2013 годы».

Подробнее см.: Пресс-релиз Минэкономразвития РФ [Электронный ресурс]. URL: http://www.economy.gov.ru./minec/press/news/doc20130221 011.

Именно отсутствие устоявшегося определения IPO вызывает затруднения в его сравнении с иными процессами, возникающими на рынке ценных бумаг.

563

Баев С. А. Публичное предложение и частное размещение // Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие. М., 2010. С. 135.

Руденко П.Размещение с вариациями//Коммерсантъ. 2013. № 7 (5038). Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.kommersant.ru./doc/2106271.

565

Дословно: «дорожное шоу» (англ.).

См., например: Madura J. Financial Markets and Institutions. 10th ed. Cengage Learning, 2011. P. 236.

Сальманов О. Мобильная цена//Ведомости. 2012. № 218 (3232). Электрон, вере, печат. публ. URL: http:// www.vedomosti.ru./newspaper/article/34S071/mobilnaya cena.

Ксенофонтов М. А. Особенности IPO в России: тенденции развития //Вестник Томского государственного университета. 2008. № 317. С. 195.

Espinasse P. IPO: A Global Guide 2011. Hong Kong University Press, 2011. P. 1.

Потемкин А. IPO: вчера, сегодня, завтра… //Рынок ценных бумаг. 2005. № 5 (19). С. 4.

См., например: Аскер-задеН., Черкасова М. «Народные IPO» остаются у народа //Коммерсантъ. 2007. № 236 (3812). Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www. kommersant.ru./doc/838656.

Народные IPO нужны [Электронный ресурс] // Ведомости (приложение «Форум»). 2012. URL: http://www.vedomosti.ru./ newspaper/article/347521/narodnye_ipo_ nuzhny.

Там же.

Подробнее см.: Выступление В. В. Путина на инвестиционном форуме «Россия-2012» от 02 февраля 2012 года. URL: http:// правительство. рфД1ос5/17938.

Выкуп акций [Электроный ресурс]//Корпоративный сайт ОАО Банк ВТБ. URL: http://www.vtb.ru./ir/information/ipo.

См. текст оферты: URL: http://www.vtb. ru./docs/vtb/we/ir/information/Predlozhenie_oferta_o_priobretenii.pdf.

Выкуп акций [Электроный ресурс] // Корпоративный сайт ОАО Банк ВТБ. URL: http://www.vtb. ru./ir/information/ipo.

Во время беседы 20 апреля 2012 года с руководителем ОАО Банк ВТВ А. Л. Костиным по итогам выкупа акций у миноритариев В. В. Путин отметил, что «привлекательность учреждения даже вырастет, имея в виду, что вы пошли людям навстречу, не бросаете своих миноритарных акционеров в непростой ситуации, а, наоборот, подставляете плечо, готовы выкупить у них акции. Я думаю, наоборот, *это создаст определенную рекламу ВТВ и привлечет новых инвесторов»* (URL: http://правительство. рф/docs/18721).

Давайте сравним рыночную цену одной обыкновенной акции ОАО Банк ВТВ по состоянию на три контрольные даты: конец IV квартала 2011 года, когда еще было неизвестно о планирующемся выкупе акций, конец I квартала 2012 года, когда уже начался выкуп акций, и конец IV квартала 2012 года, когда выкуп был уже давно завершен, и на рынок не оказывал давление информационный ажиотаж вокруг buy-back акций. Нетрудно заметить, что стоимость акций резко выросла лишь в ходе осуществляемого выкупа, затем к концу 2012 года она составила даже меньшую величину, чем годом ранее! Разумеется, это довольно упрощенный анализ, не учитывающий иных факторов, оказывающих влияние на фондовый рынок. Однако остается непонятным, каким образом выкуп акций у миноритарных акционеров по заведомо нерыночной, завышенной цене повлиял на инвестиционную привлекательность ценных бумаг ОАО Банк ВТБ? (Источник данных: http://rts.micex.ru.)

Дата	Цена за акцию, руб.
30.12.2011	0,05838
30.03.2012	0,06711
28.12.2012	0,05378

Официальный Интернет-Ресурс Министерства Экономики И Бюджетного Планирования Республики Казахстан [Электронный ресурс]. URL: http://minplan.gov.kz/ upload/iblock/a63/ Programma.doc.

Анализ нормативных актов и процедуры эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг будет рассмотрен параграфе 3 настоящей главы.

581

В конце 2012 года произошли серьезные изменения Закона о рынке ценных бумаг, затронувшие в том числе и процедуру эмиссии ценных бумаг. В этой связи в настоящей работе будут рассмотрены положения, хоть и внесенные в закон, но на момент написания настоящей работы еще не вступившие в силу (Федеральный закон от 29 декабря 2012 года № 282-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»).

Синенко А. Ю. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика. М., 2002. 223 с.

Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. P. 179.

Например, на основании п. 2 ст. 22.1 Закона о рынке ценных бумаг в целях подтверждения достоверности и полноты информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, он должен быть подписан лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа эмитента, его главным бухгалтером (или иным лицом, выполняющим его функции).

Подробнее о классификации инвесторов см. 8 главу.

Имеется в виду ФСФР и Банк России, уполномоченный осуществлять эмиссию ценных бумаг кредитными организациями (п. 10 ст. 4 Закона о Банке России).

587

Имеется в виду государственная регистрация выпуска ценных бумаг, проспекта ценных бумаг и отчета об итогах выпуска ценных бумаг. В некоторых случаях, например, применительно к биржевым облигациям эмиссия осуществляется без государственной регистрации выпуска ценных бумаг, проспекта ценных бумаг и отчета об итогах выпуска (п. 1 ст. 27.5–2 Закона о рынке ценных бумаг).

Указанная классификация дана на основании подп. 6 п. 1 ст. 2 Закона об организованных торгах. Следует отметить, что с 1 января 2014 года утрачивают свою силу положения Закона о рынке ценных бумаг, касающиеся фондовых бирж.

Например, брокеры, дилеры, депозитарии и т. п. Необходимо отметить, что в ряде случаев профессиональные участники, имеющие лицензию на осуществление одного и того же вида деятельности на рынке ценных бумаг, в ходе эмиссии могут выступать в различном качестве. Например, брокер может предоставлять услуги по размещению ценных бумаг (выступать андеррайтером) либо осуществлять поддержание цен на размещенные ценные бумаги (выполнять функции маркет-мейкера), а может оказывать эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг (являться финансовым консультантом).

Например, юридическая компания или рейтинговое агентство на основании договоров, заключенных с эмитентом, оказывающие ему соответствующие услуги.

591

Топсахалова Ф. М.-Г. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М., 2011. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.rae.ru./monographs/l 16.

Например, сообщение о проведении общего собрания акционеров должно быть сделано не позднее, чем за 20 дней до даты его проведения (п. 1 ст. 52 Закона об АО).

593

См. раздел VI, параграф «Снижение административных барьеров и упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг».

О соответствующих изменениях будет сказано в ходе рассмотрения определенных этапов эмиссии. При этом в настоящей главе процедура эмиссии рассматривается, исходя из положений Закона о рынке ценных бумаг, хоть и не вступивших в силу на момент написания данного учебного пособия, но измененных Федеральным законом от 29 декабря 2012 года № 282-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».

Gullifer L., Payne I. Corporate finance law: principles and policy. Oxford, 2011. P. 416.

596

Пункт 5 ст. 27.5–3 Закона о рынке ценных бумаг, п. 6.11 Л.2 Стандартов эмиссии.

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. М., 2008. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

599

Пункт 6.1.2. Стандартов эмиссии.

600

См. материалы внеочередного общего собрания акционеров ОАО «НК „Роснефть“» 07 июня 2006 года: URL: http://rosneft.ru./ Investors/shareholdersinfo/ shareholdersmeeting/meeting 07062006.

601

Например, при увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций в пределах количества и категорий (типов) объявленных акций, если уставом общества это отнесено к компетенции совета директоров (подп. 1 п. 1 ст. 65 Закона об акционерных обществах).

602

Статья 21 Закона о ГУП.

603

Пункт 2 ст. 24 Закона о ГУП.

Например, в г. Москве см. Порядок согласования собственником имущества сделок государственных унитарных предприятий (государственных предприятий, казенных предприятий) города Москвы, утвержденный Постановлением Правительства Москвы от 21 сентября 2011 года № 441-ПП.

605

Подпункт 10 п. 1 ст. 12 Федерального закона от 17 мая 2007 года № 82-ФЗ «О банке развития» ведет речь о том, что наблюдательный совет принимает решение о выпуске Внешэкономбанком облигаций и определяет порядок выпуска ценных бумаг в соответствии с законодательством Российской Федерации.

606

Подпункт 5.1 п. 1 ст. 9 Закона о государственной компании «Автодор».

607

Статья 2 Закона о рынке ценных бумаг.

См. ст. 17 Закона о рынке ценных бумаг.

609

Пункт 2 ст. 17 Закона о рынке ценных бумаг.

610

Абзац. 2 п. 1 ст. 64 Закона об АО. Однако это возможно лишь при соблюдении следующих условий: 1) в обществе меньше 50 акционеров – владельцев голосующих акций; 2) устав общества предусматривает, что функции совета директоров (наблюдательного совета) осуществляет общее собрание акционеров.

611

Пункт 2.3.3 Закона о рынке ценных бумаг

Юлдашбаева Л. Р.Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг. М., 1999. С. 59.

613

СиненкоА. Ю. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика. М., 2002. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

614

Пункт 2.3.5 Стандартов эмиссии.

Имеется еще один случай, связанный с особенностями эмиссии и не требующий государственной регистрации выпуска. Речь идет об эмиссии ценных бумаг акционерного общества, создаваемого путем реорганизации в форме разделения или выделения, осуществляемых одновременно со слиянием или с присоединением (п. 7 ст. 19.1 Закона об акционерных обществах). Исходя из логики самого процесса, требовать государственной регистрации выпуска подобных ценных бумаг было бы неразумно.

616

Пункт 2 ст. 27.5–1 Закона о рынке ценных бумаг.

617

Пункт 1 ст. 27.5–2 Закона о рынке ценных бумаг.

618

Пункт 1 ст. 20 Закона о рынке ценных бумаг, п. 10 ст. 4 Закона о Банке России.

Ratner L. D., Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell (Nutshell Series). West Group, 2005. P. 42–44.

Schultheis P. 1. The initial public offering. A Guidebook for Executives and Boards of Directors. Bowne, 2004. P. 151.

621

В английском языке в действительном залоге подлежащее обозначает исполнителя действия, лицо или предмет, выполняющий описываемое действие, а тот, на кого направлено действие, т. н. «получатель действия» в предложении является дополнением (см.: http://www.correctenglish.ru./theory/grammar/voice).

Сравните два предложения: «Есть риск, что эмитент объявит дефолт по своим облигациям, выпущенным в 2010 году» (действительный залог) и «Есть риск, что может быть объявлено о дефолте облигаций эмитента, выпущенных в 2010 году» (страдательный залог).

Подробнее об особенностях практического применения принципа «простого английского языка» см. выпущенную SEC брошюру: A Plain English: How to create clear SEC disclosure documents [Electronic resource]. 1998. URL: http://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf.

623

См. упоминавшийся выше Федеральный закон от 29 декабря 2012 года № 282-ФЗ.

624

Пункт 1 ст. 22 Закона о рынке ценных бумаг.

Однако количество лиц, которые обладают преимущественным правом приобретения таких ценных бумаг, без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500. Подробнее о квалифицированных инвесторах см. главу 8 данного учебного пособия.

Количество таких лиц без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не должно превышать 500.

Не учитываются лица, являющиеся квалифицированными инвесторами, а также лица, которые на определенную дату являлись или являются участниками (акционерами) эмитента, при условии, что число таких участников (акционеров), не являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500.

Среди лиц, число которых без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500.

При этом из подсчета исключаются лица, осуществляющие преимущественное право приобретения соответствующих ценных бумаг, и их количество без учета квалифицированных инвесторов не превышает 500.

630

Пункт 6 ст. 22 Закона о рынке ценных бумаг.

631

Пункт 3 ст. 22 Закона о рынке ценных бумаг.

632

Пункт 3 ст. 20 Закона о рынке ценных бумаг.

633

Пункт 2.1 ст. 20 Закона о рынке ценных бумаг.

634

Пункт 2 ст. 22.1 Закона о рынке ценных бумаг.

635

Статья 21 Закона о рынке ценных бумаг.

636

Информационное письмо Президиума ВАС РФ от 23 апреля 2001 года № 63 «Обзор практики разрешения споров, связанных с отказом в государственной регистрации выпуска акций и признании выпуска недействительным».

Подробнее см.: Молотников А. Е. Акционерная амнистия: последний шанс // Директор Инфо. 2004. № 6. URL: http://www.directorinfo.ru./article.aspx?id=13667&iid=595.

Кротов Н., Никулыпин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы. Кн. 2. М., 2007. С. 186.

639

Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. М., 2008. С. 150.

640

Статья 2 Закона о рынке ценных бумаг.

641

Синенко А. Ю. Эмиссия корпоративных ценных бумаг. С. 93.

642

Шевченко Г. Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. М., 2006. С. 144.

643

Глушецкий А. А. Размещение ценных бумаг: экономические основы и правовое регулирование. М.: Статут, 2013.621с. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011.

Данное правило не действует в случае оплаты *25 %* цены размещения и зачисления ценных бумаг на счет брокера для их последующего размещения (п. 9 ст. 24.1 Закона о РЦБ).

Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1996. С. 290.

647

Удальцова Н. Г. Правовая природа первичного публичного предложения (размещения) ценных бумаг. Дисс…. канд. юрид. наук: 12.00.03. М., 2010. С. 80.

Хоменко Е. Новое в законодательстве о рынке ценных бумаг// Законность. 2003. № 5. Электрон, вере, печат. публ. URL: http:// base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

649

Объединенная компания «РУСАЛ»– United Company RUSAL ltd зарегистрирована на острове Джерси (Jersey).

Подробнее см.: Проспект Объединенной Компании «РУСАЛ». URL: http://www.ru. sal.com.

651

Пункт 13 Информационного письма Президиума ВАС РФ от 13 марта 2001 года № 62 «Обзор практики разрешения споров, связанных с заключением хозяйственными обществами крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность».

Choi S. L, Pritchard A. C. Securities Regulation: the essentials. Aspen Publishers Inc., 2008. P. 186–187.

Дело в том, что итоговую цену одной акции определяла не компьютерная программа, а сам эмитент, то есть Google (подробнее см.: Taulli T. High-Profit IPO Strategies: Finding Breakout IPOs for Investors and Traders. lohn Wiley Sc Sons, 2012. P. 8–9).

Подробнее о размещении акций Google см.: Weinberg A. IPO Dutch Auctions Vs. Traditional Allocation [Electronicresource]. 2004.URL: http://www.forbes.com/2004/05/10/cx_aw_0510mondaymatchup.html.

655

Статья 16 Закона о рынке ценных бумаг.

656

Приказ ФСФР РФ от 10 июня 2009 года № 09–21/пз-н.

657

Пункт 11.1. Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации.

Подробнее см.: Буянова О., Кряжев Д., Ладыгин Д. «Пятерочка» разместилась без разрешения ФСФР//Коммерсантъ. 2005. № 86 (3170). Электрон, вере, печат. публ. URL: http:// www.kommersant.ru./doc/5 77696.

659

Пункт 1. ст. 25 Закона о рынке ценных бумаг.

URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

661

Из материалов дела точно не ясно, было ли принято соответствующее решение по обыкновенным акциям (отмечается лишь рекомендация Совета директоров принять соответствующее решение). Однако, исходя из логики дела, можно сделать вывод, что это решение также имело место.

Иными словами, если на годовом собрании не будет принято решение о выплате дивидендов по привилегированным акциям, их владельцы получат право голоса с учетом принципа 1 акция равна 1 голосу, привилегированные акции меньшего номинала предоставят такие же права, как и обыкновенные акции, несмотря на их больший номинал. Такая схема может быть использована для снижения значения миноритарных акционеров, владеющих около 25 % акций.

663

Пункт 2 ст. 5 Закона о защите прав инвесторов.

Мальков А. В. Размещение акций: структурирование и ценообразование. М., 2011. С. 30–31.

2012 год – по данным январь ноябрь 2012 года.

Помимо положений Закона о рынке ценных бумаг.

667

Статья 26 Закона о РЦБ.

668

Бурачевский Д. В. Особенности применения судом охранительной меры в виде признания недействительным выпуска ценных бумаг//Арбитражный и гражданский процесс. 2008. № 4–5. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

669

Редькин И. В. Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере ценных бумаг. М., 1997. С. 60.

Не является публичным обращение ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, на организованных торгах.

Размещено на сайте Московской Биржи. URL: http://rts.micex.ru./sl9.

См., например: раздел «Листинг» сайта Московской Биржи. URL: http://rts.micex.ru./s7.

673

Выпуск депозитарных расписок (ADR/GDR) возможен *только* на ценные бумаги, прошедшие листинг на российской бирже.

При определении лимитов по ценным бумагам для совершения сделок инвесторы зачастую устанавливают размеры указанных лимитов в зависимости от уровня котировального списка, в котором находятся ценные бумаги.

675

Утверждено Приказом ФСФР России от 28 декабря 2010 года № 10–78/пз-н.

676

Подпункт 19.1 п. 1 ст. 48 Закона об АО.

677

Пункт 2 ст. 27.6 Закона о рынке ценных бумаг.

Правила листинга ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», утвержденные Советом директоров 6 февраля 2013 года (Протокол № 14). См. URL: http://fs.rts.micex.ru./files/257.

679

Сектор Рынка инноваций и инвестиций.

680

Статья 2 Закона о рынке ценных бумаг.

681

Смирнов С. Dell готовится к уходу с биржи//Ведомости. 2013. № (3265).

Cahn A., Donald D. C. Comparative Company Law: Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA. Cambridge University Press, 2010. P.505.

Op. cit. P. 506.

Böttcher L., Blasche S. The Limitations of the Management Board's Directive Powers in German Stock Corporations //German Law Journal. Vol. 11. No. 5. 2010. P. 502.

Подпункт 19.2. п. 1 ст. 48 Закона об АО. Что характерно, этот вопрос по причине его важности нельзя на основании устава отнести к компетенции совета директоров общества.

686

Пункт 1. ст. 75 Закона об АО.

687

См. ФСФР оштрафовала ММВБ-РТС//Коммерсантъ. 2012. № 47/П (4832). Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.kommersant.ru./doc/1896012.

Кстати, некоторые исследователи особо отмечают, что назначение государственных и муниципальных ценных бумаг не должно сводиться исключительно к финансированию текущих расходов бюджета, а должно быть сопряжено с решением иных социально-экономических задач, стоящих перед публично-правовым образованием. Из этого они делают вывод о необходимости создания законодательных условий для выпуска целевых государственных и муниципальных облигаций (см., например: Ишутина О. В. Государственные и муниципальные ценные бумаги: вопросы правовой идентификации: автореферат дис…. канд. юрид. наук: 12.00.03. Екатеринбург, 2004).

689

Подробнее см. ст. 103 Бюджетного кодекса, посвященную осуществлению государственных и муниципальных заимствований.

Рощина В. Ф. Использование государственных ценных бумаг для повышения капитализации банков//Регламентация банковских операций: документы и комментарии. 2009. № 5. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.reglament.net/bank/reglament/2009 5 article.htm.

691

См., например: Крохина Ю. Кредитная деятельность муниципальных образований в Российской Федерации// Хозяйство и право. 2001. № 4. С. 60–70; Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

692

Пункт 2–3 Генеральных условий ОФЗ.

693

Например, на 2013 год установлено следующее значение объема эмиссии государственных ценных бумаг РФ – 448 576 690,9 тыс. рублей (Программа государственных внутренних заимствований Российской Федерации на 2013 год, Приложение 35 к Федеральному закону «О федеральном бюджете на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов»).

694

В качестве примера можно привести Приказ Минфина РФ от 03 ноября 2010 года № 141н «Об утверждении условий эмиссии и обращения на международном рынке капитала облигаций внутренних облигационных займов Российской Федерации».

695

Пункт 4 ст. 9 Закона о государственных ценных бумагах.

Руденко П., Яковлева М. Госбумагам указали место// Коммерсантъ. 2012. № 127 (4912). Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.kommersant.ru./doc/1979266.

697

Пункт 5 ст. 92 Бюджетного кодекса РФ.

698

Статья 120 Бюджетного кодекса. В долговой книге фиксируются различные параметры осуществленной эмиссии, см., например: Приказ Минфина РФ от 20 декабря 2007 года № 140н «Об утверждении Порядка ведения Государственной долговой книги Российской Федерации в Министерстве финансов Российской Федерации»

699

В экономической литературе понятие инвестиций рассматривается в тесной связи с понятием «сбережения». Например, Джон Мейнард Кейнс писал в одном из своих трудов, что «совокупное превышение дохода над потреблением, которое мы называем *сбережениями,* не может отличаться от увеличения ценности капитального имущества, которое мы называем *инвестициями.* Подобным образом обстоит дело и с соотношением между чистыми сбережениями и чистыми инвестициями. Ведь сбережения – это, по существу, просто остаток дохода после того, как осуществлены расходы на потребление. Решение потреблять и решение инвестировать совместно определяют величину дохода» (Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег/пер. с англ. проф. Н. Н. Любимова, под ред. проф. Л. П. Куракова. М.: Гелиос АРВ, 1999. С. 65).

Moebius strip [Электронный ресурс] /Личный блог В. Д. Миловидова // Живой журнал. Электрон, дан. [Б.м.], 1999. URL: http://vmilovidov.livejournal.com/35378.html.

701

Инвестиции: учебник/А. Ю. Андрианов, С. В. Валдайцев, П. В. Воробьев [и др.[. М., 2011. С. 19.

Там же. С. 22.

В этой связи можно даже вспомнить слова Л. И. Петражицкого, отмечавшего, что «психологические силы не могут не влиять на спрос на акции и на движение их рыночной ценности» (Петражицкий Л. И. С. 54). Подтверждением позиции дореволюционного автора могут служить современные исследования. Например, в настоящее время ученые отмечают следующую проблему: основными игроками на финансовом рынке являются молодые мужчины, которые ведут себя более агрессивно. В то же время мужчины более старшего возраста и женщины не отличаются таким поведением (Coates I. M., Herbert I. Endogenous steroids and financial risk taking on a London trading floor [Electronic resource] //PNAS. 2008. Vol. 105. No. 16. URL: http://www.pnas.Org/content/105/16/6167#corresp-l).

704

За основу взята классификация, размещенная в учебнике: Лялин В. А. Воробьев П. В. Рынок ценных бумаг. М., 2011. С. 270–273.

705

Как правило, облигации и привилегированные акции.

Например, на уровень процентных ставок в России решающее воздействие *оказывает ставка рефинансирования Банка России,* устанавливаемая на основе Указаний Центрального банка Российской Федерации.

Кротов Н., Никульшин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы. М., 2007. С. 149.

АфанасьевА.Кровьэкономикинедолжна застаиваться (интервью) //Ведомости.2012. № 222 (3236). Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.vedomosti.ru./newspaper/ article/348471/krov ekonomiki ne dolzhna zastaivatsya aleksandr afanasev.

Zingales L. The Future of Securities Regulation // Journal of Accounting Research. 2009. No. 47(2). URL: http://ssrn.com/abstract=1319648.

Подробнее см.: Лисица В. Н. Правовое регулирование инвестиционных отношений: теория, законодательство и практика применения. Новосибирск, 2011. Электрон. вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

711

Статья 1. Закона об инвестиционной деятельности.

712

См. п. 3 Постановления Конституционного Суда РФ от 24 февраля 2004 года № 3-П «По делу о проверке конституционности отдельных положений статей 74 и 77 Федерального закона „Об акционерных обществах“, регулирующих порядок консолидации размещенных акций акционерного общества и выкупа дробных акций, в связи с жалобами граждан, компании „Кадет Истеблишмент“ и запросом Октябрьского районного суда города Пензы».

713

Майфат А. В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право. 2005. № 10. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru.(Доступ ограничен).

Например, в п. 3 ст. 22 Закона о рынке ценных бумаг говорится об ответственности лиц, подписавших или утвердивших проспект ценных бумаг, они несут солидарно субсидиарную ответственность за убытки, причиненные эмитентом *инвестору и (или) владельцу ценных бумаг.*

715

Данная позиция находит свое отражение и в специальной литературе. См., например: О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Постатейный комментарий к Федеральному закону от 5 марта 1999 года № 46-ФЗ/А. А. Горохов, Д. А. Вавулин, А. С.Емельянов. М.: Деловой двор, 2012. А. В. Габов особо отмечает что «инвестором лицо становится не с момента, когда оно чего-то вкладывает в какой-то абстрактный описанный законом „объект инвестирования“, а с момента, когда оно проявляет заинтересованность, причем деятельную, в инвестировании (обращается с запросами, требованием предоставить какую-то информацию и т. п.), то есть начинает реализовывать свои интересы в преумножении имущества» (Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен)).

716

Согласно п. 1.1 ст. 51 Закона о рынке ценных бумаг, эмитент несет ответственность за убытки, причиненные им инвестору и (или) владельцу ценных бумаг вследствие раскрытия или предоставления недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение информации, в том числе содержащейся в проспекте ценных бумаг.

Справедливости ради стоит сказать, что данное основание классификации подходит, в первую очередь, к инвестированию в ценные бумаги, которые предоставляют своим владельцам определенные права на управление (речь идет, прежде всего, об акциях).

Бочаров В. Финансовый инжиниринг. СПб, 2004. С. 256.

719

Об особенностях взаимодействия между различными группами акционеров см., например: Молотников А. Е. Проблемы взаимодействия и правового регулирования контролирующих, крупных и миноритарных акционеров в России // Предпринимательское право. 2009. № 1. URL: http:// base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

О категории интереса в акционерном обществе см.: Гулиева Е.Я, Молотников А. Е. Понятие и специфика формирования интереса акционерного общества//Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. 2011. № 3. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Например, в п. 1 ст. 16 Закона об организованных торгах расположен закрытый перечень участников организованных торгов ценными бумагами. Аналогичные ограничения содержатся и в локальных актах организаторов торгов, см., например, п. 1 Ст. 03.01 «Требования, предъявляемые к Участникам торгов» Правил допуска к участию в торгах ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», утвержденных Советом директоров ЗАО «ФВ ММВБ» 26 октября 2012 года (Протокол № 8). URL: http://fs.rts. micex.ru./files/256.

Следует отметить, что на рынке иногда появлялись сведения о случаях обхода подобных правил. Например, об этом упоминал экс-руководитель ФСФР В. Д. Миловидов: «Сколько слов сказано о фактически прямых доступах в торговую систему, о логинах? А все эти „сказки“ про VIP-логины, от которых РТС всегда публично открещивалась, но про них все знали и сплетничали? На РТС система торгов на ФОРТС, во многом, была построена так, что брокер был совершенно технической фигурой-ширмой» (Личный блог В. Д. Миловидова. URL: http://vmilovidov. livej ournal. сощ/3 812 0.html).

В некоторых официальных документах они именуются как розничные инвесторы (См.: Стратегия развития финансового рынка до 2020 года).

724

Пункт 5 ст. 6 Закона о защите прав инвесторов.

725

Статья 17 Закона о защите прав инвесторов.

Статья 14 Закона о защите прав инвесторов.

Раздел IV Стратегии развития финансового рынка до 2020 года.

Вспомним хотя бы историю с «народными IPO», которая подробно описана в гл. 7.

729

Статья 17 Закона о защите прав потребителей.

730

Преамбула Закона о защите прав потребителей.

В частности, п. 9 ст. 4 Федерального закона «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» предусматривает, что к отношениям, вытекающим из договора, заключенного гражданином – участником долевого строительства – исключительно для личных, семейных, домашних и иных нужд, не связанных с осуществлением предпринимательской деятельности, применяется законодательство Российской Федерации о защите прав потребителей в части, не урегулированной указанным Федеральным законом. В судебной практике также можно встретить формулировки, фактически приравнивающие физическое лицо – инвестора к потребителю: «К отношениям, возникающим из договора, заключенного гражданином-инвестором, являющимся участником долевого строительства многоквартирного дома, в целях приобретения в собственность жилого помещения для личных нужд, не связанных с осуществлением предпринимательской деятельности, применяется законодательство о защите прав потребителей» (Определение Верховного Суда РФ от 3 марта 2009 года № 85-В09-1).

См., например: Бессарабов Д. Закон расчистил дорогу инвесторам//Бизнес-адвокат. 2002. № 13, Шевченко Г. Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. М., 2006. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

733

Постановление Правительства РФ от 21 декабря 2011 года № 1080 «Об инвестировании временно свободных средств государственной корпорации, государственной компании».

Подробнее о данном инвестиционном механизме см.: Об инвестиционном товариществе: Постатейный комментарий к Федеральному закону от 28 ноября 2011 года № 335-ФЗ. М., 2012. 88 с.

Подробнее об иностранном опыте использования аналогов российских инвестиционных товариществ см.: Григорьев К. Правовое регулирование инвестиционных механизмов в российском и зарубежном законодательстве // Актуальные проблемы предпринимательского права: Вып. 3. М., 2013. С. 37–42.

Инвестиции: учебник. М., 2011. С. 24.

Useem M. Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America. Basic Books, 1999. 342 p.

Cheffins B. R. Corporate ownership and control. Oxford University Press, 2008. P. 345.

Подробнее см.: Cheffins B. R. The History of Corporate Governance // The Oxford Handbook of Corporate Governance. Oxford University Press, 2013. URL: http://ssrn.com/ abstract= 19 75404.

Подробнее см.: Hassan K., Mahlknecht M. Islamic Capital Markets: Products and Strategies. Wiley & Sons, 201 l.P. 126–127.

Подробнее см.: Our Funds: Ave Maria Mutual Funds: Official site. [Electronic resource]. URL: http://avemariafunds.com/funds.

Подробнее см.: Бахтараева К. Социально ответственные инвестиции: маркетинговый ход или будущее финансового рынка?//Рынок ценных бумаг. 2006. № 11. С. 70–72.

Painter R. The Moral Responsibilities of Investment Bankers // University of St. Thomas Law Journal. Vol. 8. No. 1. 2010. P. 11–12. URL: http://ssrn.com/abstractM935415.

Larcker D. F., Tayan B. Union Activism: Do Union Pension Funds Act Solely in the Interest of Beneficiaries? // Stanford Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance and Leadership. No. CGRP. 2012. URL: http://ssrn.com/abstract=2187514.

В настоящей работе не будут рассмотрены, в частности, кредитные организации, которые также могут выступать в качестве институциональных инвесторов.

Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды: доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. М., 2005. С. 56.

Например, это может быть недвижимое имущество и имущественные права на недвижимое имущество (ст. 33 Закона об ИФ).

Статья 2–4 Закона об ИФ.

По состоянию на январь 2013 года указанный размер собственных средств должен составлять не менее 35 млн рублей (п. 1 Приказа ФСФР РФ от 13 августа 2009 года № 09–32/пз-н «Об утверждении требований к размеру и порядку расчета собственных средств акционерного инвестиционного фонда»).

750

Например, по данным РосБизнесКонсалтинг, в 2012 году в России существовало более 1000 паевых инвестиционных фондов (см. URL: http://quote.rbc.ru./mf/pif amount.shtml).

751

Пункт 1.2 Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, утвержденного Приказом ФСФР РФ от 28 декабря 2010 года № 10–79/пз-н.

752

Зайцев О. Р. Договор доверительного управления паевым инвестиционным фондом. М.: Статут, 2007. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

753

Статья 11. Договор доверительного управления паевым инвестиционным фондом//Об инвестиционных фондах: Постатейный комментарий к Федеральному закону (по состоянию на 1 марта 2003 года)/Н. Г. Доронина, Н. Г. Семилютина. М., 2003. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Лебедев В. Н. Особенности гражданско-правового положения инвестиционных фондов в Российской Федерации: дис…. канд. юрид. наук. М., 2002. С. 32.

755

Утверждена Приказом Банка России от 2 июля 1997 года № 02-287.

756

Указание Банка России от 28 февраля 2012 года № 2789-У «Об упорядочении отдельных актов Банка России».

Подробнее о проблемах, связанных с ОФБУ, см.: Молотников А. Е. Финансовый кризис и защита частных инвесторов в РФ // Право и бизнес в условиях экономического кризиса: опыт России и Германии. М.: Юрист, 2010. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Подробнее см.: Желобанов Д. Фондовые алхимики // Ведомости. 2008. № 183.

Стоимость пая была поставлена в зависимость от колебания курсовой цены на указанные активы.

Мазунин А. «Юниаструмбанк» отстранили от управления ценными бумагами // Коммерсантъ. 2008. № 225.

761

Статья 26 Федерального закона от 24 июля 2002 года № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации».

762

Пункт 4 ст. 26 Закона РФ от 27 ноября 1992 года № 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации».

763

См., например: Приказ Минфина России от 2 июля 2012 года № 100н «Об утверждении Порядка размещения страховщиками средств страховых резервов».

Плахотная А. Страховые компании как институциональные инвесторы на рынке ценных бумаг//Рынок ценных бумаг. 2005. № 20. С. 62–63.

765

Статья 2 Федерального закона от 30 декабря 2006 года № 275-ФЗ «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций».

Леонов А. В. Эндаументы: место в системе финансирования высшего образования и опыт применения в мире и в России [Электронный ресурс] // Современные исследования социальных проблем. 2012. № 1 (09). URL: http://sisp.nkras.ru./ issues/2012/l/ leonov.pdf.

Утвержденное постановлением Совета Министров СССР от 19 июня 1990 года № 590.

Подробнее см.: Зинченко С. А. Государственная собственность в СССР: проблемы правового регулирования. Ростов н/Д., 1986. С. 35–40.

769

Пункт 1 ст. 124 ГК РФ.

В настоящем разделе не будет рассматриваться вопрос об участии в инвестиционной деятельности Пенсионного фонда РФ. Данный вопрос был затронут в предыдущем разделе.

Подробнее об особенностях прямого и косвенного участия публично-правовых образований в управлении акционерными обществами см., например: Молотников А. Е. Особенности участия государства в управлении АО // Слияния и Поглощения. 2009. № 4.

Данный способ предполагает, что в собственности публично-правового образования уже находятся акции общества, уставный капитал которого увеличивается. При этом следует подчеркнуть, что современное законодательство (п. 6 ст. 28 Закона «Об акционерных обществах») жестко регламентирует вопрос увеличения уставного капитала в акционерных обществах, созданных в процессе приватизации, не допуская возможности снижения размера доли, принадлежащей государству. Для снижения доли государства в ходе увеличения уставного капитала необходимо решение соответствующего органа государственной власти (подробнее см. ст. 40 Закона о приватизации).

Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. М., 2008. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

774

Статья 6 Бюджетного кодекса РФ от 31 июля 1998 года № 145-ФЗ.

775

Статья 2 Федерального закона от 24 ноября 2008 года № 205-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ в связи с принятием ФЗ „О *федеральном бюджете на 2009 год и на плановый период 2010 и 2011 годов“».

Статья 75 Закона об акционерных обществах.

777

Статья 72 Закона об АО.

778

Приобретенные акции не предоставляют права голоса, они не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Такие акции должны быть реализованы по цене не ниже их рыночной стоимости не позднее одного года с даты их приобретения (п. 3 ст. 72 и п. 6 ст. 76 Закона об акционерных обществах).

779

Абзац 2 п. 2 ст. 72 *Закона об акционерных обществах*.

Ни в коем случае нельзя допустить, чтобы институт бюджетного инвестирования превратился в скрытый способ выкупа акций у неэффективных собственников.

781

Положение ч. 4 п. 1 ст. 575 ГК РФ о запрете дарения в отношениях между коммерческими организациями в этом случае не применяется, так как публично-правовое образование коммерческой организацией не является.

Например, в ОАО «НК „Роснефть“» крупнейшим акционером является ОАО «РОСНЕФТЕГАЗ», которое владеет 75,16 % голосующих акций компании (данные на 09.03.2009). В тоже время 100 % голосующих акций ОАО «РОСНЕФТЕГАЗ» принадлежит Российской Федерации (URL: http://rosneft.ru./ Investors/structure/ share capital).

783

Проект Федерального закона № 137443-6 «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и установлении требований к работникам специализированной финансовой организации, учреждаемой Правительством Российской Федерации» (URL: http://asozd2.duma.gov.ru./main.

nsf/%28SpravkaNew%29?OpenAgent&RN = 137443-6 &02).

В этом качестве выступает часть средств федерального бюджета, подлежащих обособленному учету и управлению в целях обеспечения софинансирования добровольных пенсионных накоплений граждан Российской Федерации, а также обеспечения сбалансированности (покрытия дефицита) бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации (ст. 96.10 Бюджетного кодекса РФ).

URL: http://base.consultant. ru. (Доступ ограничен).

786

Согласно п. 2 ст. 2 Закона об унитарных предприятиях, на базе *государственного имущества* может быть создано четыре разновидности унитарных предприятий: основанные на праве хозяйственного ведения, федеральное государственное предприятие (ФГУП) и государственное предприятие субъекта РФ (ГУП); основанные на праве оперативного управления, федеральное казенное предприятие (ФКП) и казенное предприятие субъекта РФ (КП).

787

Абзац 1 п. 1 ст. 113 ГК РФ.

См., например, ст. 18–20 и др. Закона об унитарных предприятиях.

789

Подпункт 7, 8 п. 1 ст. 20 Закона об унитарных предприятиях.

790

Пункт 2 ст. 6 Закона об унитарных предприятиях.

791

Статья 18 Закона о ГУП. Следует учитывать, что унитарное предприятие вправе распоряжаться имуществом только в пределах, не лишающих его возможности осуществлять деятельность, цели, предмет и виды которой определены уставом такого предприятия. При этом сделки, совершенные предприятием с нарушением этого требования, являются ничтожными (п. 3 ст. 18 Закона о ГУП).

792

См., например, Постановление Правительства РФ от 05 января 1995 года № 14 «Об управлении федеральной собственностью, находящейся за рубежом».

793

По материалам Отчета о результатах контрольного мероприятия «Проверка эффективности управления зарубежными финансовыми активами открытого акционерного общества „Внешнеэкономическое объединение „Станкоимпорт“ (100 % уставного капитала которого находится в собственности Российской Федерации)» (URL: http://www.ach.gov.ru./userfiles/ btilletins/07-buleten docfiles-fl-1746.pdf).

794

Статья 296 ГК РФ.

795

Подробнее о правовом положении автономных учреждений см.: Новоселова Л. А. Автономные учреждения//Корпорации и учреждения: сборник статей/отв. ред. М. А. Рожкова. М., 2007; Бурлаков С. А. Крупные сделки и сделки с заинтересованностью// Журнал российского права. 2008. № 9; Григорьева Н. С. Правовой режим имущества автономных учреждений//Юрист. 2008. № 8.

796

Пункт в ст. 3, п. 1, 2 ст. 11 ФЗ от 3 ноября 2006 года № 174-ФЗ «Об *автономных учреждениях» (Закон об автономных учреждениях).*

797

Согласно п. 2 ст. 120 и п. 2 ст. 298 ГК РФ доходы, полученные учреждением от приносящей доходы деятельности, предусмотренной его учредительными документами, а также приобретенное за счет этих доходов имущество поступают в самостоятельное распоряжение учреждения и учитываются на отдельном балансе. При этом ГК РФ, не регламентируя содержание права самостоятельного распоряжения имуществом, приобретенным за счет доходов, полученных от приносящей доходы деятельности, определяет, что учреждение в силу ст. 120, 296, 298 ГК РФ не может обладать данным имуществом на праве собственности (п. 2 Постановления пленума ВАС РФ от 22 июня 2006 года № 21).

798

Федеральный закон от 2 августа 2009 года № 217-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам создания бюджетными научными и образовательными учреждениями хозяйственных обществ в целях практического применения (внедрения) результатов интеллектуальной деятельности».

799

Часть 6 ст. 9 Закона об автономных учреждениях.

800

Пункт 1 ст. 10 Закона об автономных учреждениях.

801

Абзац 2 п. 1 ст. 7.1 ФЗ от 12 января 1996 года № 7-ФЗ *«О некоммерческих организациях».*

802

См., например, п. 36 Меморандума «О финансовой политике государственной корпорации „Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)“», утвержденного Распоряжением Правительства РФ от 27 июля 2007 года № 1007-р.

803

Пункт 6 ст. S Закона о Банке развития и п. 20–24 Меморандума «О финансовой политике государственной корпорации „Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)“», утвержденного распоряжением правительства РФ от 27 июля 2007 года № 1007-р.

804

Пункт 2 ст. 49 Закона о Банке России.

805

Статья 8 Закона о Банке России.

806

Там же.

807

Абзац 2 п. 2 ст. 39 Закона о Банке России. Важный момент, акции приобретаются только посредством заключения договоров репо, то есть при наличии у продавца ценных бумаг права их обратного выкупа.

808

Статья 9 Закона о Банке России.

809

Пункт 6 Федерального закона от 27 октября 2008 года № 176-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон „О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)“ и статью 12 Федерального закона „О рынке ценных бумаг“».

810

Федеральный закон от в декабря 2007 года № 334-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон „Об инвестиционных фондах“ и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

811

Вавулин Д. А. Порядок признания лиц квалифицированными инвесторами // Право и экономика. 2008. № 7. URL: http:// base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

812

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Указанные критерии закреплены в ст. 51.2 Закона о РЦБ, причем их отдельные аспекты раскрыты в Положении о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами, утвержденном Приказом ФСФР России от 18 марта 2008 года № 08–12/пз-н (по данным на январь 2013 года):

Физическое **лицо** может быть признано квалифицированным инвестором, если оно отвечает любым двум требованиям:

1) общая стоимость ценных бумаг, которыми владеет это лицо, и (или) общий размер обязательств из договоров, являющихся производными финансовыми инструментами и заключенных за счет этого лица, составляет *не менее 3 млн рублей,* при этом ФСФР определяет требования к ценным бумагам и иным финансовым инструментам, которые могут учитываться при указанных расчетах;

2) имеет определенный опыт работы в российской и (или) иностранной организации, которая совершала сделки с ценными бумагами и (или) заключала договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами;

3) совершало ежеквартально не менее 10-ти сделок с ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами в течение последних 4 кварталов, совокупная цена которых за указанный период составила не менее 300 тысяч рублей, или совершало не менее 5 сделок с ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами в течение последних 3 лет, совокупная цена которых составила не менее 3 млн рублей.

Юридическое **лицо** может быть признано квалифицированным инвестором, если оно является коммерческой организацией и отвечает любым двум требованиям:

1) имеет собственный капитал в размере *не менее 100 млн рублей;*

2) совершало ежеквартально не менее 5-ти сделок с ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами в течение последних 4 кварталов, совокупная цена которых за указанный период составила не менее 3 млн рублей;

3) имеет оборот (выручку) от реализации товаров (работ, услуг) за последний отчетный год не менее 1 млрд рублей;

4) имеет сумму активов за последний отчетный год не менее 2 млрд рублей.

814

Пункт 2 ст. 51.2 Закон о РЦБ.

815

См. ст. 51.2 и Положение о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами, утвержденное Приказом ФСФР России от 18 марта 2008 года № 08–12/пз-н.

816

Пункт 5 ст. 3 Закона о РЦБ.

См. § 230.215 Securities Act of 1933 (URL: http://www.ecfr.gov).

См. § 230.144A Securities Act of 1933. Это крупные компании, которые владеют и инвестируют в финансовые инструменты не менее 100 млн долларов, например, страховые организации.

Подробнее см.: Wani Akihiro, Omachi Reiko, Taba Hirofumi. Investment opportunities for Professional Investors in Japan // Capital Markets Law Journal. Vol. 4. No. 2. P. 179–200.

Section 86 (7) Financial Services and Markets Act 2000 (URL: lrttp://www.legislation.gov. uk/ukpga/2000/8/section/86).

821

Подробнее о проблеме терминологического сочетания см.: European Securities Markets Expert Group Differences between the Definitions of “Qualified investor” in the Prospectus Directive and “Professional Client” and “Eligible Counterparty” in MiFID. 2008. URL: http://ec.europa.eu/internal market/securities/docs/esme/ report-qualified-investor en.pdf.

Директива о проспектах (URL: http://ec.europa.eu/internal market/securities/prospectus/index en.htm).

Директива о рынках финансовых инструментов (URL: http:// ec.europa.eu/ internal market/securities/isd/mifid en.htm).

Подробнее см.: ЛифшицИ. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском союзе. М., 2012. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

825

Национальный расчетный депозитарий: официальный сайт [Электронный ресурс]. [Б.м.], 1996–2013. URL: http://www.nsd.ru.

826

См. список ценных бумаг, допущенных к торгам в ЗАО «ФВ ММВБ» (URL: http://rts. mieex.ru./sl8). Например, ОАО «ВЭБ-лизинг».

827

Пункт 1 ст. 4 Закона об иностранных инвестициях.

Статья 13 Закона об иностранных инвестициях.

829

Федеральный закон от 29 апреля 2008 года № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства».

830

Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России XIX – начала XX века. СПб., 2006. С. 127–129.

831

Там же. С. 153–157.

Например, вопрос об отнесении различных лиц к числу квалифицированных инвесторов (см. гл. 7) или отнесение того или иного документа к ценным бумагам на основании подзаконного акта (см. гл. 5).

833

П. 3 ст. 2 Федерального закона от 7 февраля 2011 года № 8-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона „О клиринге и клиринговой деятельности“».

834

См. п. 3 ст. 3 Федерального закона от 21 ноября 2011 года № 327-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона „Об организованных торгах“».

835

До 1 января 2014 года.

836

См. подробнее работы А. В. Габова, М. В. Кузнецова и В. А. Макаровой.

837

Макарова В. А. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг. СПб., 2011. С. 14.

838

Деятельность маркет-мейкеров, исходя из буквального понимания данного в законодательстве определения, могут осуществлять не только профессиональные участники рынка ценных бумаг. Ведь в качестве маркет-мейкеров могут выступать все участники торгов, а к ним относится широкий круг организаций, например, Банк России (ст. 2, п. 1 ст. 16 Закона об организованных торгах). Однако здесь нужно учитывать, что требования к маркет-мейкерам и порядку осуществления ими своих функций и обязанностей определяются в правилах организованных торгов, которые утверждаются самим организатором торговли. См., например, Правила проведения торгов по ценным бумагам в ЗАО «ФВ ММВБ», утвержденные Советом директоров ЗАО «ФВ ММВБ» 26 октября 2012 года (Протокол № 8).

839

Статья 2 Закона о РЦБ.

840

Статья 8.1 Закона о РЦБ.

841

Пункт 2 Федерального закона от 28 декабря 2002 года № 185-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон „О рынке ценных бумаг“ и о внесении дополнения в Федеральный закон „О некоммерческих организациях“».

Статья 4 Закона о рынке ценных бумаг. Правда, на основании закона может быть разрешено осуществление дилерской деятельности государственной корпорации. Следует отметить, что к таким лицам традиционно предъявлялись особые требования в плане их организационно-правовой формы.

843

Пункт 1 ст. 1025 ГК РФ.

844

Положение о лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации, утвержденное Постановлением

ФКЦВ РФ от 23 ноября 1998 года № 50 (нормативный акт утратил силу в 2005 году). Решение Верховного Суда РФ от 22 июня 1999 года № ГКПИ99-114.

846

Пункт 2 ст. 39 Закона о рынке ценных бумаг.

Семилютина Н. Г. Российский рынок финансовых услуг (формирование правовой модели). М., 2005. С. 59.

Пункт 5 ст. 3 Закона о рынке ценных бумаг.

849

Утверждено Приказом ФСФР России от 20 июля 2010 года № 10–49/пз-н.

850

Пункт 6 ст. 39 Закона о рынке ценных бумаг.

851

Пункт 1 Нормативов достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, утвержденных Приказом ФСФР РФ от 24 мая 2011 года № 11–23/пз-н.

852

Согласно п. 3 Нормативов, указанных выше.

853

Пункт 2.1 Положения о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Кстати, данное требование приводит к выводу о том, что ФСФР в данном Положении устанавливает ограничение профессиональных участников на рынке ценных бумаг на передачу полномочий единоличного исполнительного органа управляющей организации.

855

Точный перечень см. в указанном Положении.

856

Если профессиональный участник совершает сделки за счет клиентов, не являющихся квалифицированными инвесторами, то он является регистратором.

857

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Например, уставный капитал регистратора не может быть оплачен ценными бумагами, эмитентами которых являются его акционеры, учредители, участники.

859

Кузнецов М. В. Понятие и признаки профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг//Предпринимательское право. 2010. № 3. URL: http://base.consul-tant.ru. (Доступ ограничен).

Майфат А. В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования. М., 2006. С. 115.

861

Пункт 2 ст. 4 Закона об инвестиционных фондах.

862

Учитывая произошедшее исключение клиринговой деятельности из числа профессиональных видов, а также грядущее исключение из данного перечня организаторов торгов, в этом разделе мы перечислим правила совмещения профессиональных видов деятельности с иными видами, которые могут и не являться профессиональными.

863

Статья 10 Закона о РЦБ.

864

Пункт 5 ст. 9 Закона об организованных торгах.

865

Пункт 4 ст. 5 Закона о клиринге.

866

Постановление ФАС Северо-Западного округа от 15 октября 2009 года по делу №А5б-17770/2009.

Были довольно серьезно ужесточены требования, предъявляемые к профессиональным участникам на рынке ценных бумаг (см. выше про особенности осуществления профессиональной деятельности). Кроме того, регулирующие органы стали тщательнее проводить т. н. «предлицензионные проверки» в целях недопущения выдачи лицензий юридическим лицам, не соответствующим установленным требованиям. См., например, Приказ ФСФР РФ от 25 января 2011 года № 11-5/пз-н «Об утверждении Административного регламента по предоставлению Федеральной службой по финансовым рынкам государственной услуги по лицензированию деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг».

868

Миловидов В. Д. Либерализм и регулирование финансового рынка // Мировая экономика и международные отношения. 2012. № 9. С. 27.

869

См. о проблеме соразмерности мер государственного принуждения со стороны ФСФР и об аннулировании лицензии ОАО «Центральный Московский Депозитарий»: Молотников А. Е. Что делать регулятору фондового рынка? [Электронный ресурс] //Форбс. 2010. URL: http://www.forbes.ru./svoi-biznes-opinion/58064-chto-de-lat-regulyatoru-fondovogo-rynka?
from = button4.

См. официальный сайт The Financial Crisis Inquiry Commission. URL: http://www. fcic.gov/report

См., например: Möllers, Thomas M. I. Regulating Credit Rating Agencies: the new US and EU law – important steps or much ado about nothing? [Electronic recourse] // Capital Markets Law Journal. 2009. Vol.4. No. 4. URL: http://ssrn.com/abstractM709361. Haar B. Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence [Electronic recourse] // Law Legal Studies Research Paper Series. – URL: http://ssrn.com/abstract=2196828.

Например, в январе 2008 года S&P понизило или поставило на пересмотр рейтинги более 8300 ипотечных инструментов на общую сумму $534 млрд (Бочкарева Т. S&P ответит за рейтинг// Ведомости. 2013. № 18 (3280). Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.vedomosti.ru./newspaper/article/39029 l/ sp_otvetit_za_rejting).

URL: http://www.vedomosti.ru./newspaper/article/39029 l/ sp_otvetit za rejting.

См., например, Кудряшов В. В. Некоторые проблемы международно-правового регулирования кредитных рейтинговых агентств // Российская юстиция. 2010. № 6. Об анализе правового положения рейтинговых агентств см. также аналитические материалы IOSCO (Международная организация комиссий по ценным бумагам – The International Organization of Securities Commissions) The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets – Final Report, Report of the Technical Committee of IOSCO (URL: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf); FR12 Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest, Report of the Board of IOSCO (URL: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD398.pdf).

Учитывая, что организаторы торговли, как уже отмечалось ранее, с 1 января 2014 года не будут входить в перечень профессиональных участников рынка ценных бумаг, их деятельность будет рассмотрена отдельно.

876

Пункт 3 Постановления ФКЦВ РФ от 5 ноября 1998 года № 44 «О предотвращении конфликта интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

877

Определение Нижегородского областного суда от 11 октября 2011 года по делу № 33-10204.

878

Определение Санкт-Петербургского городского суда от 2 марта 2011 года № 2919.

879

Пункт 3.2. Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации, утвержденных Постановлением ФКЦВ РФ от 11 октября 1999 года № 9.

880

Статья 1, 2 Регламента оказания ООО «АТОН» брокерских услуг на рынках ценных бумаг, утвержденного приказом Генерального директора от 11 января 2013 года (URL: http:// www.aton-line.ru./clients/documents/agreements/)

881

Васильев М. Б. О правовой природе договора брокерских услуг на рынке ценных бумаг//Журнал российского права. 2005. № 10. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

882

Петросян Э. С. Маржинальные сделки//Право и экономика. 2008. № 4. Электрон, вере, печат. публ. URL: http:// base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

883

Пункт 4 ст. 3 Закона о РЦБ.

884

По сообщению КОМпаНИНРВК(URL: http://www.rbc.ru./ rbcfreenews/20080918112719. shtml)

885

Постановление ФАС Северо-Западного округа от 27 августа 2010 года по делу № А56-53822/2008; определение ВАС РФ от 27 декабря 2010 года № ВАС-17557/10 по делу № А56-53822/2008.

886

Формула расчета уровня маржи установлена в п. 11 Правил осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и (или) ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок), утвержденных Приказом ФСФР РФ от 7 марта 2006 года № 06–24/пз-н.

В упрощенном виде формула представляет собой сумму денежных средств клиента (ДСК) и рыночной стоимости ценных бумаг (СЦБ), из которой вычитается задолженность клиента перед брокером по займу, и полученный результат делится на сумму ДСК и СЦБ, и все умножается на 100 %. Формула выглядит примерно так: (ДСК + СЦБ-ЗКБЦ(ДСК + СЦБ)*100 %. Исходя из этой формулы, видно, что в случае снижения рыночной стоимости ценных бумаг, что было традиционным явлением в кризис, снижается и уровень маржи.

Такое требование получило название **Маржин-колл** (от англ. Margin call, то есть запрос маржи).

888

Часть. 1 ст. 5 закона о РЦБ.

889

На основании ст. 5 Закона о РЦВ и Порядка осуществления деятельности по управлению ценными бумагами, утвержденного Приказом ФСФР РФ от 3 апреля 2007 года № 07–37/пз-н.

Необходимо отметить, что, согласно ст. 5 Закон о РЦБ, управляющий вправе приобретать ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, и заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, только при условии, что *клиент является таковым.* Это положение, кстати, критикуется специалистами, полагающими, что в России не так много квалифицированных инвесторов. При этом негативно воспринимается то обстоятельство, что управляющий не может инвестировать средства в такие финансовые инструменты, как фьючерсы на золото, нефть или серебро (подробнее см. Шляпочник Я. Доверительное управление по-русски неэффективно из-за непонятных ограничений на инвестиции [Электронный ресурс]// Ведомости. 2012. URL: http://www.vedomosti.ru./finance/ analytics/30971/doveritelnoe upravleniejiorusski neeffektivno izza).

891

Статья 1025 ГК РФ.

Можно привести следующие примеры подобных соглашений, заключенных ФСФР России: 1) в 2008 году был подписан меморандум о взаимопонимании с Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг Китайской Народной Республики (далее также Меморандум Россия – КНР); 2) в 2010 году был подписан меморандум о взаимопонимании с Комиссией по финансовым услугам и Финансовой надзорной службой Республики Корея (Подробнее см.: Габов А. В., Молотников А. Е. Взаимодействие государственных органов стран АТЭС в части регулирования финансовых рынков// В преддверии саммита АТЭС: правовые механизмы региональной интеграции. М., 2012).

893

Сердюк Е. Б. Акционерные общества и акционеры: корпоративные и обязательственные правоотношения. М.: Юриспруденция, 2005. С.46; Беневоленская З. Э. Доверительное управление имуществом в сфере предпринимательства. М., 2005. С. 102.

Константинов Г. Л. О некоторых проблемных аспектах правового статуса сторон договора доверительного управления на рынке ценных бумаг в России//Банковское право. 2009. № 5. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

895

Пункт 1.3 Порядка осуществления деятельности по управлению ценными бумагами.

896

Статья 1026 ГК РФ.

897

Членам Правительства РФ запрещено участвовать в управлении хозяйствующим субъектом независимо от его организационно-правовой формы. При этом они обязаны передавать в доверительное управление принадлежащие им «пакеты акций» под гарантию государства на время нахождения в должности (ст. 11 Федерального конституционного закона от 17 декабря 1997 года № 2-ФКЗ «О Правительстве Российской Федерации»).

См., например, Постановление ФАС Уральского округа от 11 октября 2010 года № Ф09-8087/10-С4 по делу № А34-2295/2010, в котором затрагивается вопрос о передаче акций в управление физическому лицу. Либо Определение ВАС РФ от 16 апреля 2012 года № ВАС-3817/12 по делу № А40-65876/11-137-95. В судебном акте ВАС РФ было четко указано, что «отклоняя довод заявителя о том, что договор на управление акциями не может быть заключен с физическим лицом, суды обоснованно исходили из того, что в силу части 1 ст. 1015 Гражданского кодекса в случаях, когда доверительное управление имуществом осуществляется по основаниям, предусмотренным законом, *доверительным управляющим может быть гражданин, не являющийся предпринимателем, или некоммерческая организация,* за исключением учреждения».

В этой связи показательна ситуация, отраженная в Решении Ленинского районного суда г. Саратова. В судебном акте указано, что доверительный управляющий Л.П. Николаева не только *назначила себя генеральным директором общества,* акции которого были ей переданы в управление, но в качестве генерального директора *совершила от имени ЗАО «Волгаподводтрубопровод» сделку по продаже нежилых помещений.* Что характерно, согласно условию договора, деньги по сделке за проданное имущество получены покупателем до подписания договора. При этом доказательств перечисления денежных средств на счет собственника имущества не было представлено. (Зайцева Т. И. Судебная практика по наследственным делам. М.: 2007. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен)).

900

Пункт 1 ст. 1022 ГК РФ.

Например, показательна история споров, проходивших в различных судебных инстанциях и государственных органах с участием управляющей компании «Тройка Диалог», довольно подробно об этом рассмотрено в материале: Тройка Диалог проиграла суды с «четверкой» [Электронный ресурс]//VIP Банкир. [Б.м.], 2010. URL: http://www.vip-bankir.ru./private banking/ news/2012/10– 10.html.

902

Пункт 3 раздела II Доклада о концептуальных подходах к месту и роли депозитарной деятельности на современном рынке ценных бумаг, утвержденного Банком России № 01–04/804, ФКЦБ РФ № ДВ-4117, Минфином РФ № 05-01-01 1 июля 1997 года.

903

Астанин Э. Финансовый рынок: Вкус «русских спагетти» // Ведомости. 2012. № 123 (3137). Электрон. верс. печат. публ. URL: http://www.vedomosti. ru./newspaper/article/283723/ vkus_russkih_spagetti.

904

Статья 7 Закона о РЦБ.

905

Статья 7 Закона о РЦВ и п. 7.3 указанного Положения.

Подробнее см.: Депозитарий РосБанка. Официальный сайт [Электронный ресурс]. 2007–2012. URL: http://www.custody.ru./ru/services/z aktivov.php.

Например, получение депозитарием как номинальным держателем на свой счет доходов по ценным бумагам, их распределение и перечисление на счета депонентов, представительство в корпоративных мероприятиях эмитентов (включая голосование по доверенностям на собраниях акционеров) и т. д.

Подробнее о схеме см.: URL: http://www.custody.ru./ш/ services/z aktivov.php.

См., например, Черкасский Б. Центральные депозитарии: что было, что будет… //Депозитариум. 2012. № 1. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www. rcb.ru./dep/2012-01/l 70304.

910

Данная организация входит в группу «Московская Биржа». Статус центрального депозитария присвоен ФСФР России Приказом № 12-2761/ПЗ-И от 06 ноября 2012 года.

911

См. Пояснительную записку к проекту № 417161-4 федерального закона «О центральном депозитарии» (URL: http://asozd2.duma.gov.ru./main.nsf/%28SpravkaNew%29?OpenAgent&RN=417161-4&02)

URL: http://www.aecsd.com/common/img/uploaded/files/analytics/publications/ group30.pdf.

913

Согласно п. 1 ст. 8.3 Закона о РЦБ, *номинальный держатель ценных бумаг* – депозитарий, на лицевом счете (счете депо) которого учитываются права на ценные бумаги, принадлежащие иным лицам.

Например, в случае регистрации проспекта ценных бумаг.

915

Керенский И. В. В России появится новый профессиональный участник рынка ценных бумаг – центральный депозитарий [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс. [Б.м.], 2011. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

916

Зенькович Е. В. Организационно-правовые проблемы деятельности инфраструктурных институтов финансового рынка // Правовое регулирование фондовых рынков: практика России и зарубежных стран/отв. ред. Н. И. Михайлов. М., 2012. С. 40.

917

Пункт 1 ст. 8 Закона о РЦБ.

918

По этому вопросу см., например: Молотников А.Е. Слияния и поглощения – российский опыт. М.: Вершина, 2006. 344 с.

919

Подробнее см. главы 2 и 3.

920

О совершенствовании регулирования финансового рынка. Аналитические материалы/науч. ред. В. С. Плескачевский и П. М. Ланcков. М., 2008. С. 23.

921

Watch your step [Электронный ресурс]/Личный блог В. Д. Миловидова//Живой журнал. Электрон, дан. [Б.м.], 1999. URL: http://vmilovidov.livejournal.com/3901 l.html.

Основная масса изменений вступит в силу с 1 января 2014 года, но, принимая во внимание грядущие изменения и небольшое количество лиц, выступающих в качестве организаторов торговли, кажется необходимым сфокусировать внимание на изменениях в законодательство.

923

Пункт 1 ст. 11 закона о РЦБ.

924

Пункт 1 ст. 2 и п. 1. ст. 9 Закона об организованных торгах.

Нужно подчеркнуть, что в структуру любой биржевой группы входит большое количество различных юридических лиц, оказывающих те или иные услуги на финансовом рынке.

926

Тренд увода клиентов с биржевых торгов продолжится – глава ITinvest (Интервью председателя правления брокерской компании ITinvest Владимира Твардовского) [Электронный ресурс] // ИА Финмаркет. М., 1995–2013. Электрон, дан. URL: http://finmarket.ru./z/nws/interview.asp?id = 2614826&rid = l.

927

См., например, Валитов С. Объединение случилось [Электронный ресурс] // Журнал D’ (Д-штрих). 2011. № 3 (111).URL: http://fincake.ru./d/magazines/1 ll/articles/3303.

928

Среди акционеров ОАО «РТС» было довольно большое количество профессиональных участников – инвестиционных компаний. Среди крупнейших акционеров выделялись «Атон» (9,82 %), «Ренессанс Брокер» (8,21 %), ЗАО «Дойче Секьюритиз» (9 %), ЗАО «ИК „Тройка Диалог“» (10 %), «КИТ Финанс» (11 %), ОАО «Альфа-банк» (9,59 %). Многие миноритарные акционеры стали продавать принадлежащие им акции в связи с объединением двух компаний. При этом, как отмечалось в СМИ, основная причина продажи акций – неопределенность корпоративного управления консолидированного биржевого холдинга. Как отметил заместитель генерального директора ООО «УК „Агана“» Александр Калин: «Нам непонятна структура управления будущей объединенной биржи. Имея двухпроцентный пакет в РТС, мы могли влиять на управление, однако эти права вряд ли будут сохранены в структуре объединенной биржи» (Логвинов М. Слияние двух бирж//Компания. 2011. № 26 (663). Электрон, вере, печат. публ. URL: http://ko.ru./articles/23349).

929

См., например, Меморандум международной юридической фирмы Lawrence Graham (CIS) LLP. URL: http://www.savemicex.com/page5.php.

Подробнее о слиянии бирж см.: Hasan I., Schmiedel H., Song L. How stock exchange mergers and acquisitions affect competitors' shareholder value global evidence // Handbook of Research on Stock Market Globalization/ed. by G. Poitras. Edward Elgar Pub, 2012.P.181.

Mehta N., Sukumar N. IntercontinentalExchange to Acquire NYSE for S8.2 [Electronic recourse]. 2012. URL: http://www.bloomberg.com/news/2012-12-20/intercontinentalex-change-said-in-merger-talks-with-nyse-euronext.html

932

Статья 9 Закона об организованных торгах.

933

Статья 12 Закона об организованных торгах.

934

На основании гл. 2 Закона об организованных торгах.

Например, биржа не вправе совмещать свою деятельность с брокерской, дилерской и депозитарной деятельностью, а также с деятельностью по управлению ценными бумагами.

Правила торгов могут содержаться как в одном, так и в нескольких разных документах, регистрируемых в ФСФР (п. 5 ст. 4 Закона об организованных торгах). Например, 100 % дочернее общество Московской Биржи ЗАО «ФВ ММВБ» имеет документы, в которых содержатся правила торгов:

– Правила допуска к участию в торгах ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», утвержденные Советом директоров ЗАО «ФВ ММВБ» 26 октября 2012 года (Протокол № 8);

– Правила проведения торгов по ценным бумагам в ЗАО «ФВ ММВБ», утвержденные Советом директоров ЗАО «ФВ ММВБ» 26 октября 2012 года (Протокол № 8);

– Правила листинга ЗАО «ФВ ММВБ», утвержденные Советом директоров ЗАО «ФВ ММВБ» 6 февраля 2013 года (Протокол № 14);

– Правила допуска биржевых облигаций к торгам в ЗАО «ФВ ММВБ», утвержденные Советом директоров ЗАО «ФВ ММВБ» 24 декабря 2010 года (Протокол № 9) (URL: http://rts.micex.ru./sl29).

937

См. Приказ ФСФР России от 4 октября 2012 года № 12–84/пз-н «Об утверждении Квалификационных требований и требований к профессиональному опыту лиц, указанных в ч. 2 ст. 6 Федерального закона от 7 февраля 2011 года № 7-ФЗ „О клиринге и клиринговой деятельности“, ч. 2 ст. 6 Федерального закона от 21 ноября 2011 года № 325-ФЗ „Об организованных торгах“».

Например, наличие судимости за преступления в сфере экономической деятельности или преступления против государственной власти. При этом подобные требования распространяются и на членов органов управления организаторов торговли.

939

Юридическое лицо, зарегистрированное в государствах или на территориях, предоставляющих льготный налоговый режим и (или) не предусматривающих раскрытия и предоставления информации при проведении финансовых операций (оффшорные зоны), перечень которых утверждается Министерством финансов Российской Федерации.

940

Имеется в виду лицензия на осуществление соответствующего вида деятельности финансовой организации.

941

Пункт 6 ст. 6 Закона об организованных торгах.

См. Список, размещенный на сайте ФСФР. URL: http:// fcsm.ru./ru/contributors/ financialmarket/marketjirofessional operators/tradeorganizer/tradeorganizer list.

943

См. Состав акционеров ОАО Московская Биржа, которые имеют 5 и более процентов голосов в высшем органе управления ОАО Московская Биржа (по состоянию на конец операционного дня 16.01.2013). URL: http://rts.micex.ru./s201.

Гайдаев В., Ладыгин Д. Московская биржа выходит на инвесторов // Коммерсантъ. 2013. № 19/П (5050). URL: http:/ Avww.kommersant.ru./doc/2119692.

945

Ляшко Ю. Биржа, которая не стоит на месте //Депозитариум. 2012. № 12 (118). С. 14.

946

Драйзер Т. Финансист [Электронный ресурс]/пер. М. Волосов. М.: Эксмо, 2009. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://lib.ru.s.ec/b/409955.

947

Статья 2 Закона о клиринге.

Подробнее см. гл. 2 Закона о клиринге.

949

Статья 3,4 Закона о клиринге. В качестве примера правил см., например, Правила осуществления клиринговой деятельности НКО ЗАО НРД (URL: http://www.nsd.ru./ ru/documents/clearing).

950

Сергеев В. В. Проблемы законодательного обеспечения создания и деятельности торгового репозитария: российский и мировой подходы (из Комиссии по законодательству о финансовых рынках Ассоциации юристов России)//Банковское право. 2012. № 4. Электрон, вере, печат. публ. URL: http:// base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

На уровне федерального законодательства это осуществляется в ст. 51.5 Закона о РЦБ, а на уровне подзаконных актов – Порядком ведения реестра договоров, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора), предоставления информации, необходимой для ведения указанного реестра и информации из указанного реестра, а также представления реестра договоров, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора), в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг, утвержденным Приказом ФСФР России от 28 декабря 2011 года № 11–68/пз-н.

952

Генеральное соглашение (единый договор) совершается в том случае, если стороны намерены заключать **более одного** договора репо, договора, являющегося производным финансовым инструментом и (или) договора иного вида, объектом которого являются ценные бумаги и (или) иностранная валюта (п. 1 ст. 51.5 Закона о РЦБ). В данном документе фиксируются общие условия указанных сделок.

Подробнее см.: Корпоративный сайт НКО ЗАО НРД. URL: http://www.nsd.ru./m/ services/repository.

954

Предпринимательское право Российской Федерации: учебник. М., 2010. С. 387.

The Political Economy of Financial Market Regulation: The Dynamics of Inclusion And Exclusion/ed. by P. Mooslechner, H. Schuberth, B. Weber.Edward Elgar Pub, 2006. P. 173.

Baldwin R., Cave M., Lodge M. Understanding regulation. Theory, Strategy and Practice. Oxford University Press, 2012. P. 15.

Подробнее о становлении и развитии рынка ценных бумаг за рубежом и в России, о спорах по вопросам его развития и методам государственного регулирования см. главы 2 и 3.

Подробнее см. 2-ю главу.

959

Очевидно, речь идет о членах Синдикатской палаты – синдиках, такие палаты осуществляли на биржах функции дисциплинарного органа, обладали обширными полномочиями вплоть до разрешения споров между биржевыми маклерами и запрета торговли ценными бумагами (Винер Ф. А. Биржа/пер. с нем. и общ. ред. Р. С. Куракин, К. В. Мротцек. М., 2010. С. 193–194).

960

Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже (ее причины и последствия). СПб., 1897. С. 4.

961

Предпринимательское право Российской Федерации: учебник. М., 2010. С. 387–388.

962

Шишкине. Н. Государственное регулирование экономики: предпринимательско-правовой аспект. М., 2007. С.4.

Кстати, Е.П. Губин отмечает, что не менее важной задачей государственного регулирования является защита частных интересов и их сочетание с публичными интересами для достижения целей государственного регулирования (Губин Е. П. Правовые проблемы государственного регулирования рыночной экономики и предпринимательства: дис… докт. юрид. наук. М., 2005. С. 50).

Часть 4 раздела II *Концепции развития рынка ценных бумаг.*

965

Тихомиров Ю. А. Юридические режимы государственного регулирования экономики // Право и экономика. № 5. 2000. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base. consultant.ru. (Доступ ограничен).

Губин Е. П.Указ. соч. С. 55.

967

Лифшиц И. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском союзе. М., 2012. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

968

Так в тексте концепции «государственное предприятие» рассматривается не как отдельная организационно-правовая форма осуществления предпринимательской деятельности, а как словосочетание, обозначающее различные юридические лица, созданные государством.

О Группе 30 подробнее см. главу 9.

Сизов Ю. С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. М., 1999. С. 84. Электрон, вере, печат. публ. URL: http:// Www.mirkin.ru.

Подробнее см. главу 9.

972

Пункт 2 ст. 39 Закона о РЦБ, п. 5 ст. 3 Федерального закона от 17 мая 2007 года № 82-ФЗ «О банке развития».

973

Пункт 2 ч. 3 ст. 3 Федерального закона от 17 мая 2007 года № 82-ФЗ «О банке развития».

Статья 56 Закона о Банке России.

975

Пункт 10 ст. 4 Закона о Банке России.

976

Абзац 2 п. 2 ст. 39 Закона о Банке России.

977

Статья 8 Закона о Банке России. См.: Корпоративный сайт ОАО «Сбербанк России» [Электронный ресурс]. – URL: http:// sbrf.ru./moscow/ru/investor relations/ information for shareholders/ share capital structure.

Hellgardt A. Comparing Apples and Oranges? Public, Private, Tax and Criminal Law in Financial Markets Regulation // Working Paper of the Max Planck Institute for Tax Law and Public Finance. 2012. No. 04. URL: http://ssrn.com/abstract=2083462.

Раздел III Стратегии развития финансового рынка до 2020 года.

980

П. 3 раздела IV Концепции, утвержденной Распоряжением Правительства РФ от 17 ноября 2008 года № 1662-р.

981

П. 2.2 Концепции создания МФЦ.

982

BRICS – Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южная Африка (Brazil, Russia, India, China, South Africa)

URL: http:/Avww.longfinance.net/Publications/GFCI %2012.S.pdf.

Гуриев С. Мифы экономики: Заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики. М., 2012. С. 40.

985

Лансков П., Лансков Д. Проблемы создания международного финансового центра на постсоветском пространстве // Рынок ценных бумаг. 2010. № 5. С. 9.

986

Предпринимательское право Российской Федерации: учебник. М., 2010. С. 396–397.

987

Уже после завершения работы над данной книгой в Государственную Думу был внесен законопроект, направленный на передачу полномочий по осуществлению государственного регулирования на рынке ценных бумаг Банку России (Законопроект № 249469-6 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков)». Подробнее см.: URL: http://asozd2.duma.gov.ru./main. nsf/%28SpravkaNew%29?OpenAgent&RN = 249469-6&02

988

Этот орган государственный власти в указанный период имел несколько названий: Министерство финансов РСФСР, Министерство экономики и финансов РСФСР (1991) и Министерство финансов Российской Федерации (1992). На данном этапе Минфин довольно активно участвовал в регулировании рынка, например, путем нормотворчества. См., например, Письмо Минфина РФ от 6 июля 1992 года № 53 «О правилах совершения и регистрации сделок с ценными бумагами» (вместе с «Инструкцией о правилах совершения и регистрации сделок с ценными бумагами»).

989

В прессе сложившаяся ситуация даже получила название «великого противостояния» ЦВ и Минфина (Тросников И., Логинов М. Андрей Козлов стал одним из руководителей ЦВ в 30 лет// Коммерсант. 1995. № 45 (763)).

990

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

991

Пункт 6 Указа Президента РФ от 4 ноября 1994 года № 2063 «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации» (вместе с «Положением о Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве Российской Федерации»).

992

Указ Президента РФ от 1 июля 1996 года№ 1009 «О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг».

993

Статья 40 Закона о рынке ценных бумаг в редакции 1996 года.

994

Подробнее о конфликте см., например: Никольский А., Скворцов Я. ЦВ на ФКЦБ: укрощение строптивых//Коммерсантъ Власть. 1997. № 11 (217). Электрон, вере, печат. публ. URL: http:// www.kommersant.ru./doc/l 3411/print.

995

Кротов Н., Никулыпин О. История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы. В 2 кн. М., 2007. Кн. 2. С. 81.

996

Постановление Правительства РФ от 30 июня 2004 года № 317 «Об утверждении Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам».

997

Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг. СПб., 2006. С. 281.

998

Пункт 1 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 29 августа 2011 № 717.

Иногда к этому перечню добавляют и иные органы государственной власти. Например, **Министерство труда и социальной защиты РФ (Минтруд),** которое вправе принимать типовые страховые правила негосударственного пенсионного фонда, порядок осуществляемого негосударственным пенсионным фондом уведомления Пенсионного фонда РФ и уполномоченного федерального органа о вновь заключен-ныхдоговорахоб обязательном пенсионном страховании, требования кпенсионным схемам, применяемым для негосударственного пенсионного обеспечения (п. 5.2.79-5.2.81 Положения о Министерстве труда и социальной защиты Российской Федерации, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 19 июня 2012 года № 610). **Федеральная антимонопольная служба РФ (ФАС),** которая осуществляет контроль над соблюдением антимонопольного законодательства, включая и сферу т. н. финансовых услуг *(финансовая услуга* – банковская услуга, страховая услуга, услуга на рынке ценных бумаг, услуга по договору лизинга, а также услуга, оказываемая финансовой организацией и связанная с привлечением и (или) размещением денежных средств юридических и физических лиц – п. 2 ст. 4 Федерального закона от 26 июля 2006 года № 135-ФЗ «О защите конкуренции»).

1000

Статья 15 Федерального конституционного закона от 17 декабря 1997 года № 2-ФКЗ «О Правительстве Российской Федерации».

1001

Статья 28 Федерального конституционного закона от 17 декабря 1997 года № 2-ФКЗ *«О* Правительстве Российской Федерации».

1002

См. п. 5.2 Положения о Министерстве финансов Российской Федерации, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 года № 329.

1003

Абзац 2 п. 1 Положения о Министерстве финансов Российской Федерации.

1004

Проект указа//Министерство финансов Российской Федерации: официальный сайт [Электронный ресурс]. М., 2007. URL: http://www.minfin.ru./common/img/ uploaded/ library/2010/12/Ukaz ob uprazdenii FSFR.doc.

1005

Статья 4 Закона о Банке России.

1006

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

1007

О совершенствовании регулирования финансового рынка. Аналитические материалы/науч. ред. В. С. Плескачевский, П. М. Ланcков. М., 2008. Электрон, вере, печат. публ. URL: www.old.ffms.ru./attach.asp?ano = 921.

1008

Реформа системы регулирования и надзора на финансовом рынке [Электронный ресурс]/Официальный сайт НАУФОР. [Б.м.], 2012. URL: http://www.naufor.ru./tree. asp?n = 10116.

1009

Зенькович Е. В. Организационно-правовые проблемы деятельности инфраструктурных институтов финансового рынка //Правовое регулирование фондовых рынков: практика России и зарубежных стран/отв. ред. Н. И. Михайлов. М., 2012. С. 38.

1010

Решение о необходимости поддержания курсовой стоимости ценных бумаг отечественных компаний получило отражение в изменении ст. 39 Закона о Банке России (см. Федеральный закон от 27 октября 2008 года № 176-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон „О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)“ и статью 12 Федерального закона „О рынке ценных бумаг“»).

1011

См., например: Зубова Е. Банк развития выступит в роли «быка» [Электронный ресурс] //РБКdaily. 2008.URL: http://www.rbcdaily.ru./fmance/562949979006890.

Данные меры были названы «докапитализацией ведущих системообразующих компаний оборонно-промышленного комплекса». Например, была выкуплена государством дополнительная эмиссия акций ОАО «РСК „МиГ“» на сумму 15 млрд рублей, было принято решение по ОАО «КАПО им. С.П.Горбунова» на сумму 4,12 млрд рублей (П. 4.2. Программа антикризисных мер Правительства Российской Федерации на 2009 год//Российская газета. 2009. № 48).

Например, были установлены новые значения изменения технического индекса (ТИ) для приостановки торгов. В случае, если изменение ТИ открытия или текущего значения соответствующего ТИ по сравнению со значением закрытия ТИ предыдущего дня более, чем 5 %, приостановка торгов осуществляется не менее, чем на 1 час; если изменение ТИ открытия или текущего значения соответствующего ТИ по сравнению со значением закрытия ТИ предыдущего дня более, чем 10 %, приостановка торгов осуществляется до истечения следующего торгового дня или решения ФСФР (URL: http://old.micex.ru./press/issue_2554.html). Кстати, эти меры хорошо известны еще со времен биржевых обвалов начала Первой мировой войны (подробнее см. главу 2).

1014

Статья 1 Указания Банка России от 27 ноября 2008 года № 2134-У «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России».

1015

Федеральный закон от 18 июля 2009 года № 181-ФЗ «Об использовании государственных ценных бумаг Российской Федерации для повышения капитализации банков».

1016

Подробнее см.: Romano R. Regulating in the Dark // Regulatory Breakdown: The Crisis of Confidence in U. S. Regulation/ed. by C. Coglianese. University of Pennsylvania Press, 2012.304p.

1017

Например, известный российский экономист Сергей Гуриев полагает, что покупка акций государством может еще больше обвалить рынок. Его участники воспримут такие действия как сигнал, что правительство не верит, что такие акции нужны кому-нибудь еще. См.: Гуриев С. Мифы экономики: Заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики. М., 2012. С. 67.

1018

Riles A. Collateral Knowledge: Legal Reasoning in the Global Financial Markets. University of Chicago Press, 2011. P. 228.

1019

Poser N. S. Why the SEC Failed: Regulators Against Regulation [Electronic recourse]//Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper Series. 2009. No. 132. URL: http://ssrn.com/abstract=1348612.

1020

Новаковский А. В. Основы государственного регулирования в России и зарубежных финансовых центрах// Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие. – М., 2010. С. 27.

1021

Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Указ. соч. URL: http://www.naufor.ru./tree.asp?n=10116.

1023

См., например: Financial Markets in Europe: Towards a Single Regulator?/Ed. by M. Andenas, Y. Avgerinos. Kluwer Law International, 2003. 544p.; Ferran E. Examining the UK's Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model//Forthcoming in Brooklyn Journal of International Law. URL: http://ssrn.com/abstract=346120.

См., например: Wexler I. G. Symposium. Do financial supermarkets need super regulators?//Brooklyn Journal of International Law. 2002. Vol. 28. No. 2. R 309–453.

1025

Briault C. The Rationale for a Single National Financial Services Regulator [Electronic recourse] // Occasional Paper Series/FSA. 1999. No. 2. P. 6. URL: http://www.fsa.gov.uk/ pubs/occpapers/op02.pdf.

URL: http://www.fsa.gov.uk.

См.: Overview of MAS // Monetary Authority of Singapore (MAS) [Electronic recourse]. 2013. URL: http://www.mas.gov.sg/en/About-MAS/Overview-of-MAS.aspx.

Majaha-Jartby J., Olafsson T. Regional Financial Conglomerates: A Case for Improved Supervision. International Monetary Fund, 2005. P. 11. http://www.imf.org/external/ pubs/ft/wp/2005/wp05124.pdf.

1029

См. Перечень рекомендаций, опубликованный: Аналитическая записка «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» (проект от 29.10.99), составленная компанией «Кадоган Файненшнл» по контракту' №CMD-020 от 13 октября 1999 года с Фондом «Центр развития фондового рынка»//Депозита-риум. 1999. № 9 (18). Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www.nsd.ru./ru/press/ pubs/depo/archive/18/ article4.htm.

Проект Федерального закона № 252155-5 «О мегарегуляторе финансовых рынков». URL: www.duma.gov.ru.

Пояснительная запискам «К проекту Федерального закона „О мегарегуляторе финансовых рынков“». URL: www.duma.gov.ru.

1032

Подробнее см. Папченкова М., ПисьменнаяЕ.Упразднить ФСФР //Ведомости. 2012. № 173 (3187). Электрон, вере, печат. публ-URL: http://www.vedomosti.ru./newspaper/ article/309931/ uprazdnit fsfr.

1033

Основные варианты реформы системы регулирования финансового рынка. URL: http:///большоеправительство. рф/ debate/4554/?5p11 ra5e id=l 8885.

1034

Совещание по развитию фондового рынка, прошедшее 25 января 2013 года (URL: http://kremlin.ru./news/l 7370).

1035

URL: http:///большоеправительство. рф/debate/4554/?sphrase id = 18885.

1036

Миркин Я. М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития: дис… докт. экон. наук. М., 2003. С. 320–321.

1037

Письменная Е., Железнова М. Все в руках власти (интервью Алексея Кудрина)//Ведомости. 2012. № 210 (3224). URL: http://www.vedomosti.ru./newspaper/ article/339021/vsyo v rukah vlasti aleksej kudrin_predsedatel komiteta.

Gadinis S. From Independence to Politics in Financial Regulation//UC Berkeley Public Law Research Paper. 2012. No. 2137215. URL: http://ssrn.com/abstract=2137215.

1039

В настоящее время они регулируются нормами Закона о рынке ценных бумаг и Положения о лицензировании саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, утвержденного Постановлением ФКЦВ РФ от 1 июля 1997 года № 24.

1040

Подробнее об обосновании необходимости саморегулирования см.: Baldwin R., Cave M., Lodge M. Understanding regulation. Theory, Strategy and Practice. Oxford University Press, 2012. P. 139–141.

Гл. 13 Закона о РЦБ.

1042

Абзац 1 ст. 50 Закона о РЦБ.

1043

Пункт 2 ст. 48 Закона о РЦБ.

Как отмечает Thomas Lee Hazen, саморегулирование рынка ценных бумаг довольно эффективно развито в США. В 1930-х годах в процессе установления принципиально новых правил регулирования была создана система, при которой управленческое воздействие на рынок фактически разделено между органами государственной власти и частными объединениями профессиональных участников. Во многом это было вызвано многолетними традициями саморегулирования на организованном рынке США (прежде всего, в рамках бирж). При этом государство не стало заменять имеющиеся механизмы саморегулирования, а фактически «надстроило» новый государственный орган – SEC над имеющимися структурами самоорганизации. Таким образом, функции регулирования рынка ценных бумаг были распределены между государственными органами и саморгеулируемыми организациями. В частности, СРО имеют право принимать общеобязательные правила поведения, контролировать их исполнение, обеспечивать соблюдение требований федерального законодательства относительно систем внутреннего контроля брокеров и дилеров на рынке (Hazen T. L. Securities regulation in a nutshell. West, 2009. P. 227).

Что характерно, важность и необходимость развития на отечественном финансовом рынке системы саморегулирования довольно часто обсуждается в научном и профессиональном сообществах (см., например: Пути взаимодействия ФСФР и СРО (материалы круглого стола «Взаимодействие ФСФР с саморегулируемыми организациями на рынке ценных бумаг») // Рынок ценных бумаг. 2007. № 15 (342). Электрон, вере, печат. публ. URL: http:/Avww.rcb.ru./rch/2007-15/8581; Зенькович Е.В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование. М., 2007.312 с.).

1046

Миловидов В. Д. Либерализм и регулирование финансового рынка //Мировая экономика и международные отношения. 2012. № 9. С. 29.

1047

Подробнее см.: Роль СРО в условиях реформы системы регулирования финансового рынка. Проект от 6 ноября 2012 года. URL: http://большое правительство. рф/ debate/4554/?sphrase id = 18885.

1048

Предпринимательское право Российской Федерации: учебник. М., 2010. С. 396–397.

Многие страны заимствовали модель раскрытия информации, распространенную в США. Например, Китай, формируя новую систему регулирования рынка ценных бумаг, в качестве ориентира выбрал именно американскую модель. Однако подобный подход не всегда ведет к успешному результату, так как нормы о раскрытии информации заимствуются без учета культурных, правовых и политических особенностей. Ситуацию с заимствованием института раскрытия информации наглядно иллюстрирует китайская пословица: «Когда мандарины выращивают к югу от реки Хуайхэ, они становятся чжи [фрукт, выглядящий как мандарин, но по вкусу отличный от него]» (Fu J. Corporate Disclosure and Corporate Governance in China. Kluwer Law International, 2010. P. 1, 16).

1050

Romano R. Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation //Faculty Scholarship Series/Yale Law School Faculty Scholarship. 1998. Vol. 107. P. 2367.

Loss L., Seligman I. Fundamentals of securities regulation. Aspen publishers, 2003. P. 36.

1052

Теоретические подходы излагаются, согласно книге: Blair M., Ramsay I. Mandatory Corporate Disclosure Rules and Securities Regulation. 2nd ed. LBC Information Services, 1998. P. 63.

Также см.: Coffee Jr., J. C. Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system //Virginia Law Review. 1984. Vol. 70. No. 4. P. 733–734.

Подробнее о концепции общественного блага применительно к раскрытию информации на рынке ценных бумаг см.: Easterbrook F. H., Fischei D. R. Mandatory disclosure and the protection of investors // Virginia Faw Review. 1984. Vol. 70. P. 680–685.

Blair M., Ramsay I. Op. cit. P. 77.

1056

Изложение различных позиций по вопросу добровольного раскрытия информации дано по книге: Loss L., Seligman 1. Op. cit. P. 40.

1057

Вавулин Д. А. Раскрытие информации акционерными обществами. М., 2012. Электрон. вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

1058

Майфат А. В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования. М., 2006. С. 221.

1059

Пункт 1 ст. 12 Закона о государственных ценных бумагах.

1060

Пункт 3 ст. 12 Закона о государственных ценных бумагах.

1061

Пункт 4 ст. 30 Закона о рынке ценных бумаг.

1062

Подп. «ж» п. 9.1.2 Положения о раскрытии информации.

1063

Пункт 14 разд. 1 Положения о коммерциализации государственных предприятий с одновременным преобразованием в акционерные общества открытого типа, утвержденного Указом Президента Российской Федерации от 1 июля 1992 года № 721 «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества».

1064

В соответствии со 2-м разделом Типового плана приватизации, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 4 августа 1992 года № 547 «О мерах по реализации Указа Президента Российской Федерации от 1 июля 1992 года № 721».

1065

Вавулин Д. А. Раскрытие информации акционерными обществами. М., 2012. Электрон. вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

1066

Шиткина И. Вопросы корпоративного права в проекте федерального закона о внесении изменений в Гражданский кодекс РФ//Хозяйство и право. 2012. № 6. Электрон. вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

1067

Постановление ФАС Московского округа от 16 января 2009 года № КА-А40/12986-08 по делу № А40-616/08-154-9 (определением ВАС РФ от 29 июня 2009 года № ВАС-5497/09 отказано в передаче в Президиум ВАС РФ для пересмотра в порядке надзора данного постановления, постановления Девятого арбитражного апелляционного суда от 9 октября 2008 года № 09АП-12276/2008-АК и решения Арбитражного суда г. Москвы от 15 августа 2008 года по данному делу).

Вавулин Д. А. Указ. соч. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

1069

Вавулин Д. А. Указ. соч. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

1070

Федеральная служба по финансовым рынкам: официальный сайт [Электронный ресурс]/РБК ЦЕНТР. [Б.м.], 2010. URL: http:// www.ffms.ru./ru/contributors/ financialmarket/emitters/inf open.

Cliff E. Netflix CEO Hastings Faces SEC Action Over Facebook Post. URL: http://www. bloomberg.com/news/2012-12-06/netflix-ceo-hastings-faces-sec-action-over-face-book-post.html

См. Сообщение SEC No. 69279. April 2, 2013. URL http:// www.sec.gov/litigatioiyinves-treporV34-69279.pdf.

1073

Пункт 2.1.1 Положения о раскрытии информации.

Подробнее об имеющихся различиях см.: Баев С. А. Раскрытие информации // Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие. М., 2010. С. 204–205.

1075

Маткова А. С. Раскрытие информации владельцами ценных бумаг // Законы России: опыт, анализ, практика. 2010. № 4. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base. consultant.ru. (Доступ ограничен).

Необходимо отметить, что предоставление информации в рассматриваемых случаях осуществляется при условии, что эмитент в соответствии с действующим законодательством обязан раскрывать информацию.

Вавулин Д. А. Указ. соч. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

1078

Пункт 1 ст. 91 Закона об акционерных обществах.

1079

Определение Конституционного Суда РФ от 18 января 2011 года № 8-0-11 «По жалобе открытого акционерного общества „Нефтяная компания „Роснефть“ на нарушение конституционных прав и свобод положением абзаца первого пункта статьи 91 Федерального закона „Об акционерных обществах“».

1080

Информационное письмо Президиума ВАС РФ от 18 января 2011 года № 144 «О некоторых вопросах практики рассмотрения арбитражными судами споров о предоставлении информации участникам хозяйственных обществ».

1081

Статья 30.1 Закона о рынке ценных бумаг, ст. 92.1. Закона об АО. Процедура освобождения эмитента от раскрытия информации закреплена в Порядке рассмотрения заявлений эмитентов, являющихся акционерными обществами, об освобождении их от обязанности осуществлять раскрытие или предоставление информации в соответствии со статьей 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», утвержденного Приказом ФСФР РФ от 9 декабря 2010 года № 10–75/пз-н.

1082

Согласно п. 2 ст. 92.1. Закона об АО, решение по данному вопросу принимается общим собранием акционеров при получении большинства (три четверти голосов акционеров – владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров).

1083

См.: Предприятия Evraz Group не будут раскрывать информацию о финансах//Коммерсантъ Урал. Екатеринбург. 2012. № 147 (4929). URL: http://www.kommersant.ru./doc/1998626.

Например, в странах Евросоюза действует следующая Директива, посвященная инсайдерской торговле: Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse). URL: http://eur-lex.europa.eu.

1085

Подробнее см.: Choi S. J., Pritchard A. C. Securities Regulation: The Essentials [Paperback]. Aspen Publishers, 2008. P. 149; Gullifer L., Payne J. Corporate finance law. Principles and policy Oxford and Portland. Oregon, 2011. P. 507, 508.

Теории изложены, согласно: Choi Stephen J., Pritchard A. Op. cit. P. 152–154; Manne H. G. In defense of insider trading//Harvard Business Review. 1966. No. 44(6). P. 113–122.

Banner S. Anglo-American securities regulation. Cultural and political roots, 1690–1800. Cambridge, 1998. P. 162.

1088

Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002. С. 111.

Следует отметить, что за всю историю существования рынка ценных бумаг в современной России предпринимались и иные попытки урегулировать рассматриваемую сферу. В частности, еще в 2000-м году в Госдуму был внесен проект № 17685-3 Федерального закона «Об инсайдерской информации». Однако в 2004 году этот законопроект был отклонен (URL: duma.gov.ru.).

1090

Киселева И. Правовое регулирование инсайдерской торговли в России // Корпоративный юрист. 2005. № 4. Электрон, вере, печат. публ. ШЬ: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

1091

См., например, перечень информации, относящейся к инсайдерской информации лиц, указанных в п. 1–4,11 и 12 ст.4Федерального закона«0 противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», а также порядка и сроков раскрытия такой информации, утвержденного Приказом ФСФР России от 12 мая 2011 года № 11–18/пз-н.

1092

См. п. 1.1 Перечня информации, относящейся к инсайдерской. Следует отметить, что здесь содержатся и иные категории информации, исходя из соответствующих участников, однако в настоящей работе они не будут рассмотрены.

Из-за оценочного характера понятия «существенное влияние» у профессиональных участников могут возникнуть сложности с отнесением той или иной информации к инсайдерской. К сожалению, не вносит ясности в ситуацию и официальные разъяснения ФСФР (п. 7 Информационного письма ФСФР РФ от 28 декабря 2011 года № 11-ДП-10/37974 «О разъяснении отдельных вопросов практики применения Федерального закона от 27 июля 2010 года № 224-ФЗ „О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации“»). В них лишь указано, что участники рынка самостоятельно принимают решение об оказании существенного влияния. Очевидно, что подобная формулировка таит в себе серьезные риски для профессиональных участников, ведь контролирующий орган может не согласиться с их решением.

1094

Пункт 1. ст. 6 Закона об инсайде.

1095

Кстати, господин Гупта некоторое время даже являлся независимым директором ОАО «Сбербанк», являясь членом его Наблюдательного совета (URL: http://sber-bank.ru./moscow/ru/press center/all/index.php?idl 14 = 10007816).

1096

Бывший директор Goldman Sachs Гупта приговорен к 2 годам тюрьмы за инсайд// Forbes [Электронный ресурс]. URL: http://www.forbes.ru./news/181295-byvshii-direktor-goldman-sachs-gupta-prigovoren-k-2-godam-tyurmy-za-insaid.

1097

Бочкарева Т. Гупта сдался ФБР//Ведомости. 2011. № 203 (2969). URL: http://www. vedomosti.ru./newspaper/article/269952/ gupta sdalsya fbr.

1098

Гаттенбергер К. К. Законодательство и биржевая спекуляция. Харьков, 1872. С. 105.

1099

Указанные действия не признаются манипулированием рынком, если обязательства по указанным операциям были прекращены по основаниям, предусмотренным правилами организатора торговли и (или) клиринговой организации.

1100

Пункты 2–4 применяются к организованным торгам, операции на которых совершаются на основании заявок, адресованных всем участникам торгов, в случае, если информация о лицах, подавших такие заявки, а также о лицах, в интересах которых были поданы такие заявки, не раскрывается другим участникам торгов.

1101

URL: http://www.vedomosti.ru./newspaper/article/36740 l/ avtovaz_poddelali.

1102

О начале проверки было сообщено в официальном блоге руководителя ФСФР 20 декабря 2012 года (http://fcsm.ru./blog).

1103

Подробнее см.: Кудинов В., Папченкова М., Штанов В. «АвтоВАЗ» подделали // Ведомости. 2013. № 243 (3257). Электрон, вере, печат. публ. URL: http://www. vedomosti.ru./ newspaper/article/367401/avtovaz poddelali.

1104

Как известно, большая часть сделок, совершаемых на рынке ценных бумаг осуществляется при помощи специальных компьютерных программ, автоматически вводящих заявки в торговую систему по заранее заданному алгоритму. Указанные программы получили название алгоритмических информационных систем или «торговых роботов» (Доронина Н. Г., Семилютина Н. Г. Международное частное право и инвестиции: науч. – практ. исслед. М., 2011. С. 185).

Подробнее см.: Golgowski N. “Syrian hackers” break into Associated Press' Twitter account and “break news” that explosions at White House have injured Obama – sending DOW Jones plunging 100 points. URL: http://www.dailymail.co.uk/news/ article-231365 2/AP-Twitter-hackers-break-news-White-House-explosions-injured-Obama.html.

Кстати, как отмечают эксперты, причиной таких резких колебаний курсовой стоимости финансовых инструментов стали именно автоматизированные системы ведения торгов, которые подчиняясь алгоритмам, начали экстренную распродажу активов (подробнее см.: URL: http://top.rbc.ru./ economics/01/05/2013/856376.shtml).

1106

Пункт 3 ст. 5 Закона об инсайде.

Подробнее об исторических аспектах привлечения к ответственности участников рынка ценных бумаг см. 2 главу, в этой главе будут изложены лишь общие моменты, связанные с данным вопросом.

1108

Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях. М., 2000. С. 86.

1109

Носов С. И. Акционерное право в России (опыт историко-правового исследования). М.: Изд-во РАГС, 2000. С. 54.

1110

Подробнее см.: Сыродоева О. Н. Акционерное право США и России (сравнительный анализ). М.: СПАРК, 1996.112 с.

Подробнее см.: Самощенко И. С. Юридическая ответственность – важнейшее средство укрепления социалистической законности//Советская юстиция. 1966. № 13. С. 6; Самощенко И. С., Фарукшин М. Х. Ответственность по советскому законодательству. М., 1971. С. 6–11; Алексеев С. С. Проблемы теории права: курс лекций в 2-х т. Т. 1. Свердловск, 1972. С. 371; Строгович М. С. Сущность юридической ответственности//Советское государство и право. 1979. № 5. С. 72–74.

1112

Ребане И. А. О методологических и гносеологических аспектах учения об основаниях юридической ответственности// Ученые записки Тартуского государственного университета. Вып. 852. Юридическая ответственность: проблемы и перспективы. 1989. С. 9.

1113

Братусь С. Н. Юридическая ответственность и законность (очерк теории). М., 2001. С. 10.

Ребане И. А. Указ. соч. С. 16.

1115

Самощенко И. С. Охрана режима законности советским государством. М., 1960. С. 94; Лейст О. Э. Санкции в советском праве. М., 1962. С. 30.

1116

Хохлова Г. В. Понятие гражданско-правовой ответственности//Актуальные проблемы гражданского права: сборник статей /под ред. В. В. Витрянского. М.: Статут, 2002. Вып. 5. С. 80.

1117

Самощенко И. С. Юридическая ответственность в советском обществе//Ученые записки ВНИИСЗ. М., 1961. Вып. 2 (19). С. 30.

1118

Иоффе О. С., Шаргородский М. Д. Вопросы теории права. М., 1961. С. 317.

1119

Моденов А. К. Ответственность в хозяйственных правоотношениях. СПб., 2001. С. 5–6.

1120

Бычкова Е. Н. Договорная ответственность исполнительных органов акционерных обществ: дис…. канд. юрид. наук. СПб., 2000. С. 105.

1121

Липинский Д. А. Принципы и правоотношения юридической ответственности. М.: Nota Bene, 2003. С. 201.

1122

Волженкин Б. В. Преступления в сфере экономической деятельности (экономические преступления). СПб., 2002. С. 109.

1123

Принята в г. Нью-Йорке 31 октября 2003 года Резолюцией 58/4 на 51-ом пленарном заседании 58-ой сессии Генеральной Ассамблеи ООН. Конвенция вступила в силу для России 08 июня 2006 года.

1124

Подробнее см.: Щедрин Н., Востоков А. Уголовная ответственность юридических лиц или иные меры уголовно-правового характера в отношении организаций //Уголовное право. 2009. № 1. С. 58–61.

1125

Смирнов Г. К. Об общей проблеме модернизации государственной политики в области противодействия экономической преступности//Государственная власть и местное самоуправление. 2011. № 2. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

1126

Новаковский А. В. Основы государственного регулирования в России и зарубежных финансовых центрах // Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России и зарубежных финансовых центрах: уч. пособие. М., 2010. С. 208–209.

1127

Пункт 13 ст. 26 Закона о рынке ценных бумаг.

1128

Согласно п. 3 ст. 7.1 Закона о рынке ценных бумаг, депозитарий, осуществляющий обязательное централизованное хранение ценных бумаг, обязан передать выплаты по ценным бумагам своим депонентам, которые являются номинальными держателями и доверительными управляющими – профессиональными участниками рынка ценных бумаг, в определенные законодательством сроки.

1129

Статья 15.28 КоАП.

1130

Пункт 7 ст. 22 Закона об организованных торгах.

1131

Подробнее см., например: ШульгаА. В. Противоправное изменение записи в реестре акционеров – приготовление к мошенничеству//Российский следователь. 2012. № 3. С. 28–31; Карпович О. Г. Некоторые уголовно-правовые проблемы преступлений, связанных с нарушением порядка учета прав на ценные бумаги. Манипулирование рынком // Юридический мир. 2011. № 10. С. 22–28.

1132

Пункт 3 ст. 22 Закона о рынке ценных бумаг.

1133

Гражданское право: учебник. В 2 т. Т. 1/отв. ред. Е. А. Суханов. М.: Бек, 2003. С. 440–441.

1134

Пункт 2 ст. 3 Закона о РЦБ. Следует учесть, что данная ситуация возможна при совмещении им деятельности брокера и дилера.

1135

Грибанов В. П. Ответственность за нарушение гражданских прав и обязанностей // Осуществление и защита гражданских прав / В.П. Грибанов. М., 2001. С. 331.

1136

Лицо, осуществляющее деятельность по управлению ценными бумагами.

1137

Определение ВАС РФ от 23 ноября 2012 года №ВАС-15346/12 по делу №А40-35702/12-48-330

1138

Гражданское право: учебник. В 2 т. Т. 1. С. 445.

1139

Подробнее см.: Иванов И. Л. Гражданско-правовая ответственность лиц, участвующих в управлении акционерным обществом, в праве России и Германии: дис… канд. юрид. наук. М., 1999. С. 73–75.

1140

Дмитриева О. В. Ответственность без вины в гражданском праве. Воронеж: Изд-во ВГУ, 1998. С. 38.

1141

Басин Ю. Г. Субъективный фактор в основании гражданско-правовой ответственности за нарушение хозяйственной дисциплины//Актуальные проблемы гражданского права: сборник научных трудов. Свердловск, 1986. С. 72.

1142

Статья 22.1. Утверждение и подписание проспекта ценных бумаг. Ответственность лиц, подписавших проспект ценных бумаг была включена в Закон о РЦВ Федеральным законом от 28 декабря 2002 года № 185-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон „О рынке ценных бумаг“ и о внесении дополнения в Федеральный закон „О некоммерческих организациях“».

1143

Статья 20 Трудового кодекса.

1144

Кузнецов А. Административная ответственность за воспрепятствование осуществлению прав, удостоверенных акцией//Корпоративный юрист. 2009. № 9. Электрон. вере, печат. публ. URL: http://base.consultant.ru. (Доступ ограничен).

Подробнее о проблеме публичных акционерных обществ в России см. раздел, посвященный эмитентам.

См., например, отчет о работе круглого стола «Штрафы и иные инструменты административного надзора на финансовом рынке (правоприменительная практика)», организованного медиа-группой РЦВ при информационной поддержке ПАРТАД (20.04.2012). URL: http://www.partad.ru./news/news20120426.html.

1147

Определение ВАС РФ от 24 февраля 2011 года №ВАС-2109/11 по делу №А14-5899/2010/150/5, Постановление ФАС Центрального округа от 16 декабря 2010 года по делу №А14-5899/2010/150/5.

1148

Клиринговой организацией, акционерным инвестиционным фондом, управляющей компанией акционерного инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда или негосударственного пенсионного фонда либо специализированным депозитарием акционерного инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда или негосударственного пенсионного фонда (здесь и далее).

1149

Ввиду большого объема рассматриваемой статьи ее текст не будет приведен в данной таблице.

1150

Согласно ч. 3 ст. 27 Федерального закона от 27 июля 2010 года № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», ст. 185.6 вступает в силу по истечении трех лет после дня официального опубликования указанного закона (опубликован в «Российской газете» 30 июля 2010 года).

1151

Дударева Е. Строитель пирамиды получил полтора века// Коммерсантъ. 2009. № 115 (4170).

1152

Ломакин Д. В. Номинальный держатель и держатель реестра акционеров: характер взаимоотношений//Хозяйство и право. 1996.№ 1.С. 120–121.

1153

См., например: Редькин И. В. Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере ценных бумаг. М.: Деловой экспресс, 1997. С. 88; Роднова О. М. Права акционеров. Способы и средства их защиты. Ярославль, 2001. С. 23.

1154

Цит. по: КонсультантПлюс [Электронный ресурс]. [Б.м.], 2011. URL: http://base.con-sultant.ru. (Доступ ограничен).

1155

Шиткина И. С. Парадигма и парадоксы корпоративного права // Предпринимательское право. 2010. № 1. Электрон, вере, печат. публ. URL: http://base.consul-tant.ru. (Доступ ограничен).

1156

Постановление Конституционного Суда РФ от 28 января 2010 года № 2-П «По делу о проверке конституционности положений абзаца второго пункта 3 и пункта 4 статьи 44 Федерального закона „Об акционерных обществах“ в связи с жалобами открытых акционерных обществ „Газпром“, „Газпром нефть“, „Оренбургнефть“ и Акционерного коммерческого Сберегательного банка Российской Федерации (ОАО)».